



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

2007

2007

INFORME ANUAL

2007

INFORME ANUAL
2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

BANCO CENTRAL EUROPEO

2007

2007

2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



INFORME ANUAL 2007

En el año 2008,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 10 euros.

© Banco Central Europeo, 2008

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

Fotografías:

*Martín Joppen
Walter Vorjohann*

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 29 de febrero de 2008.

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

ÍNDICE

PRÓLOGO	10	4 ESTADÍSTICAS	133
CAPÍTULO 1		4.1 Novedades y mejoras en materia de estadísticas de la zona del euro	133
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA		4.2 Otras innovaciones estadísticas	134
1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	18	4.3 Preparativos para la ampliación de la zona del euro	135
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA	26	5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	136
2.1 Entorno macroeconómico mundial	26	5.1 Prioridades de investigación	136
2.2 Evolución monetaria y financiera	31	5.2 Publicaciones y conferencias	137
2.3 Evolución de los precios y costes	60	6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	139
2.4 Producto, demanda y evolución del mercado de trabajo	71	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	139
2.5 Evolución de las finanzas públicas	79	6.2 Funciones consultivas	139
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	87	6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	143
3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO	93	6.4 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	143
CAPÍTULO 2		CAPÍTULO 3	
OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL		INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA A LA ZONA DEL EURO	
1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	108	1 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN CHIPRE Y MALTA	146
1.1 Operaciones de política monetaria	108	2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHIPRE Y DEL BANK CENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EN EL EUROSISTEMA	151
1.2 Operaciones en divisas	117	3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHIPRE Y DEL BANK CENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EN EL EUROSISTEMA	153
1.3 Actividades de inversión	117	3.1 Operaciones de política monetaria	153
2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES	120	3.2 Contribución al capital, a las reservas y a los activos exteriores de reserva del BCE	154
2.1 El sistema TARGET	120	4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN CHIPRE Y MALTA	155
2.2 TARGET2	122		
2.3 TARGET2-Valores	124		
2.4 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	125		
3 BILLETES Y MONEDAS	127		
3.1 Circulación de billetes y monedas en euros y manejo del efectivo	127		
3.2 Falsificación de billetes y actividades para su disuasión	128		
3.3 Emisión y producción de billetes	129		

CAPÍTULO 4			
ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS			
I ESTABILIDAD FINANCIERA	160	I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO	192
1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	160	2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO	193
1.2 Mecanismos de estabilidad financiera	163		
2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS	164	CAPÍTULO 7	
2.1 Cuestiones generales	164	COMUNICACIÓN EXTERNA	
2.2 Sector bancario	165	I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	198
2.3 Valores	166	2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	199
3 INTEGRACIÓN FINANCIERA	167		
4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO	172	CAPÍTULO 8	
4.1 Vigilancia de las infraestructuras y de los sistemas de grandes pagos en euros	172	MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES	
4.2 Servicios de pequeños pagos	175	I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE	205
4.3 Esquemas de pago con tarjeta	176	1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	205
4.4 Compensación y liquidación de valores	176	1.2 Consejo de Gobierno	206
		1.3 Comité Ejecutivo	208
		1.4 Consejo General	210
		1.5 Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos, Conferencia de Recursos Humanos y Comité Directivo de Tecnología de la Información del Eurosistema	211
		1.6 Gobierno corporativo	212
CAPÍTULO 5		2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE	215
ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES		2.1 Recursos Humanos	215
I ASUNTOS EUROPEOS	180	2.2 Nueva sede del BCE	217
1.1 Cuestiones de política económica	180	2.3 La Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema	218
1.2 Aspectos institucionales	181		
1.3 Evolución y relaciones con los países candidatos a la UE	183	3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC	219
2 ASUNTOS INTERNACIONALES	184	4 CUENTAS ANUALES DEL BCE	220
2.1 Aspectos más destacados de la evolución del sistema monetario y financiero internacional	184	Informe de gestión del ejercicio 2007	221
2.2 Cooperación con los países no pertenecientes a la UE	187	Balance a 31 de diciembre de 2007	224
		Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2007	226
CAPÍTULO 6			
RENDICIÓN DE CUENTAS			

Normativa contable	228	Gráfico C	Volatilidad observada y volatilidad implícita de los tipos de interés del mercado monetario a 3 meses	46
Notas al balance	233			
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	244			
Informe del auditor externo	249	3	Similitudes y diferencias entre los episodios de turbulencia en los mercados financieros en 2007 y en 1998	51
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	250	Gráfico A	Rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro en 1998 y en 2007	51
5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2007	252	Gráfico B	Cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en la zona del euro en 1998 y en 2007	51
ANEXOS		4	Incidencia de los efectos de base de la energía sobre la inflación medida por el IAPC en el 2007	63
INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	255	Gráfico A	Contribuciones a la variación de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre del 2006	63
DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE	258	Gráfico B	Desagregación de la variación mensual de la inflación interanual medida por el IAPC	64
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	262	Gráfico C	Desagregación de la variación de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre del 2006	64
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007	267	5	Inflación en los precios de los alimentos en la zona del euro	66
GLOSARIO	271	Gráfico A	Contribuciones de los precios de los alimentos elaborados a la inflación interanual medida por el IAPC	66
LISTA DE RECUADROS		Gráfico B	Evolución de los precios de los alimentos y de las bebidas tropicales	66
1 Activos exteriores netos de las IFM y su impacto en la evolución monetaria	37	Cuadro	Componente de alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, en los países de la zona del euro	67
Gráfico A Activos exteriores netos de las IFM y crecimiento de M3	37	6	La disminución del desempleo en la zona del euro en los últimos años	76
Gráfico B Composición de los flujos de capital del sector tenedor de dinero y posición acreedora neta frente al exterior de las IFM	39	Gráfico A	Evolución de la tasa de	
Gráfico C Composición de los flujos de inversiones de cartera	39			
Gráfico D Evolución de los activos y pasivos exteriores brutos	40			
2 La volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario en el 2007	43			
Gráfico A Volatilidad observada diaria del tipo de interés a un día	44			
Gráfico B Volatilidad observada diaria de los tipos de interés de los depósitos a largo plazo	44			

	paro y del crecimiento del PIB en la zona del euro	76	4	Evolución del mercado de trabajo	74
Cuadro	Tasas de paro en la zona del euro por sexo, grupo de edad y nivel educativo	77	5	Situación presupuestaria de la zona del euro	79
Gráfico B	Intensidad de las reformas introducidas en la zona del euro y distribución por tipo de reforma, 2000-2006	78	6	Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	93
7	Evolución de la emisión de deuda pública y de los diferenciales de rendimiento de los bonos en la zona del euro	80	7	Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	95
Cuadro A	Crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública en la zona del euro	80	8	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	96
Cuadro B	Estructura de los saldos vivos de la deuda pública en la zona del euro	81	9	Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	97
Gráfico A	Desagregación de la variación de los pagos de intereses	82	10	Evolución en el MTC II	99
Gráfico B	Diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania	82	11	Estrategias oficiales de política monetaria en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	102
Gráfico C	Seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana	83	12	Flujos de pagos en TARGET	121
8	Lecciones extraídas de la experiencia de la política fiscal de los años 2000-2001	85	13	Asignación de la producción de billetes en euros en el 2007	131
Gráfico A	Evolución de las finanzas públicas 1998-2007	86	14	Principales indicadores económicos de Chipre	146
Gráfico B	Saldo presupuestario y componente cíclico	86	15	Principales indicadores económicos de Malta	147
9	Las operaciones de política monetaria en el período de volatilidad en los mercados financieros	111	LIST OF CHARTS		
Gráfico	Exceso de reservas diario durante el transcurso de un período de mantenimiento	111	1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	18
10	Repercusiones estadísticas de la ampliación de la zona del euro con la inclusión de Chipre y de Malta	149	2	Principales indicadores de las economías más industrializadas	26
LISTA DE CUADROS			3	Contribuciones geográficas del crecimiento al PIB mundial	29
1	Evolución de los precios	61	4	Principales indicadores de los mercados de materias primas	30
2	Indicadores de costes laborales	69	5	M3 y préstamos al sector privado	31
3	Composición del crecimiento del PIB real	73	6	Principales componentes de M3	32
			7	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario	33
			8	Depósitos incluidos en M3 por sectores	34

9	Crédito a residentes en la zona del euro	35	31	Indicadores de confianza	72
10	Tipos de interés del mercado monetario	42	32	Desempleo	75
11	EUREPO, EURIBOR y <i>swaps</i> de tipos de interés a un día, a tres meses	42	33	Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	89
12	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	47	34	Balanza por cuenta corriente y sus componentes	89
13	Tasas de inflación implícitas de la zona del euro	48	35	Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales	90
14	Principales índices bursátiles	49	36	Inversiones directas y de cartera de la zona del euro	91
15	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable	50	37	Posición de inversión internacional neta	92
16	Préstamos de las IFM a hogares	54	38	Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II	100
17	Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras	55	39	Crédito al sector privado en el 2007	101
18	Deuda y carga de intereses de los hogares	56	40	Diferencial del EONIA	108
19	Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	57	41	Factores de liquidez en la zona del euro en el 2007	109
20	Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	58	42	Activos de garantía admitidos	115
21	Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras	58	43	Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y volumen utilizado en las operaciones de política monetaria	115
22	Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales	59	44	Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos)	116
23	Ratios de deuda de las sociedades no financieras	60	45	Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007	127
24	Principales componentes del IAPC	62	46	Importe total de los billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007	127
25	Contribuciones al IAPC, por componentes	62	47	Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007	128
26	Detalle de los precios industriales	68	48	Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2007	128
27	Remuneración por asalariado, por sectores	69	49	Distribución de billetes falsos en euros por denominaciones	129
28	Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	70			
29	Percepciones y expectativas cualitativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación	71			
30	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	72			

ABREVIATURAS

PAÍSES

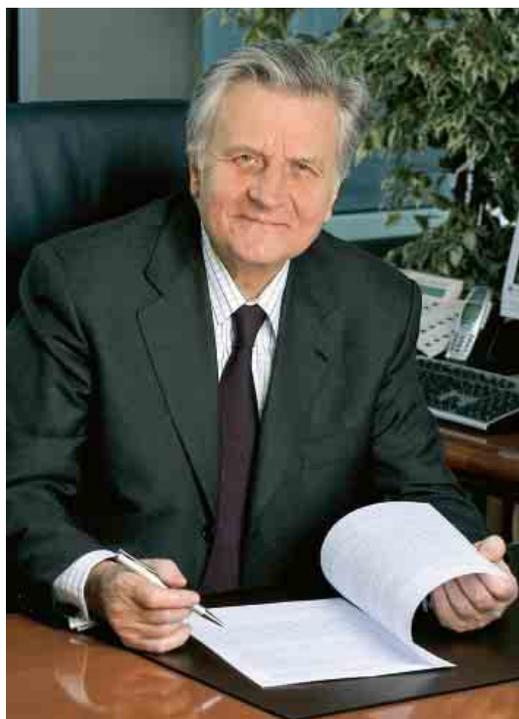
BE	Bélgica
BG	Bulgaria
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemania
EE	Estonia
IE	Irlanda
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IT	Italia
CY	Chipre
LV	Letonia
LT	Lituania
LU	Luxemburgo
HU	Hungría
MT	Malta
NL	Países Bajos
AT	Austria
PL	Polonia
PT	Portugal
RO	Rumanía
SI	Eslovenia
SK	Eslovaquia
FI	Finlandia
SE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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco Central Nacional
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
EUR	Euro
EEE	Espacio Económico Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

PRÓLOGO



Si se consideran los principales acontecimientos del año pasado, destaca como un hito importante la tercera ampliación de la zona del euro desde su creación en 1999. Tras Grecia en el 2001 y Eslovenia en el 2007, Chipre y Malta –en aplicación de la decisión adoptada en el 2007– se convirtieron el 1 de enero de 2008 en el decimocuarto y el decimoquinto Estados miembros de la UE en introducir el euro, y sus Bancos Centrales Nacionales (BCN) se incorporaron al Eurosistema. Deseo dar la más cálida bienvenida a los ciudadanos chipriotas y malteses. Los buenos resultados económicos obtenidos en Chipre y Malta, gracias a la ejecución en los últimos años de políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad, han permitido a estos países adoptar el euro como moneda. El cambio al euro se realizó de forma fluida y eficiente en ambos casos. De cara al futuro, el principal reto de política económica que los dos países habrán de afrontar tras la introducción del euro será garantizar la aplicación de las políticas económicas nacionales adecuadas para lograr un alto grado de convergencia sostenible.

Otro importante acontecimiento en el 2007 fue la firma por los Jefes de Estado o de Gobierno de la UE del nuevo Tratado de Lisboa el 13 de diciembre. El Tratado se halla actualmente en proceso de ratificación por los 27 Estados miembros, con idea de su entrada en vigor el 1 de enero de 2009. El BCE celebra que el nuevo Tratado establezca que la estabilidad de precios es un objetivo de la UE, y que alcanzar la Unión Económica y Monetaria (UEM), con el euro como moneda, es otro de los objetivos de la UE. El BCE se convierte en una institución de la Unión y el nuevo Tratado confirma la independencia del BCE, del SEBC y de los BCN, así como la personalidad jurídica propia, la potestad normativa y la independencia financiera del BCE. El BCE considera que el nuevo Tratado confirma el actual marco de la UEM y confía en la feliz conclusión del proceso de ratificación.

En el 2007, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,1%, frente al 2,2% registrado en el 2006. Aunque esta tasa fue superior a la definición de estabilidad de precios del BCE (un nivel «inferior pero próximo al 2%»), la política monetaria del BCE continuó anclando firmemente las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles básicamente compatibles con la estabilidad de precios, aún en un entorno económico caracterizado por fuertes presiones alcistas sobre los precios. Estas presiones fueron consecuencia, principalmente, de aumentos de los precios de las materias primas –especialmente de la energía– y de los precios de los alimentos (éstos últimos, sobre todo, en el cuarto trimestre), así como, en el ámbito interno, del impacto de la elevación de impuestos indirectos y de restricciones de la capacidad productiva en un contexto de expansión económica y de tensiones en los mercados de trabajo. La firmeza en el anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en el 2007 repercute, por lo tanto, favorablemente sobre la credibilidad del BCE para garantizar la estabilidad de precios en el medio plazo, como le señala su mandato. El

anclaje de estas expectativas es una condición indispensable para el buen funcionamiento de los mercados, el mantenimiento de un crecimiento sostenible y la creación de empleo en la zona del euro, por lo que constituye una de las máximas prioridades del Consejo de Gobierno.

Durante todo el año 2007, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se presentaron claramente al alza. Estos riesgos incluyeron la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, y también de incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Más fundamentales fueron los riesgos considerables de aumento de la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un reducido nivel de competencia, y de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo previsto, amenazando con la generación de efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios a partir de unas tasas de inflación que son elevadas temporalmente. A fin de garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno realizó un atento seguimiento de las negociaciones salariales y de la fijación de precios en la zona del euro.

La actividad económica de la zona del euro continuó registrando una firme expansión en el 2007. La tasa de crecimiento interanual del PIB real se situó en el 2,6%, pese a la volatilidad de los precios de la energía y a un entorno de elevada incertidumbre originada por las turbulencias financieras durante el segundo semestre del año. Mientras que las exportaciones de la zona del euro continuaron viéndose favorecidas por el fuerte, aunque más moderado, crecimiento económico mundial, la demanda interna –en particular el componente de inversión en capital fijo– continuó actuando como principal motor de expansión de la actividad económica. En el primer semestre del 2007, el fuerte crecimiento de la inversión se cimentó en las condiciones favorables de financiación, así como en los altos beneficios empresariales y en las ganancias adicionales de eficiencia de las empresas.

En el segundo semestre del año, la creciente incertidumbre financiera ensombreció, hasta cierto punto, las perspectivas de la economía real, y los riesgos para el escenario de referencia para el crecimiento de la zona del euro se orientaron a la baja.

La valoración del Consejo de Gobierno de que los riesgos para la estabilidad de precios seguían apuntando claramente al alza a medio y largo plazo quedó confirmada por el análisis monetario. Una valoración general de los datos disponibles corroboró el vigoroso crecimiento de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia. En el segundo semestre del 2007, la incidencia de las turbulencias financieras en la evolución subyacente del agregado monetario amplio y de la expansión crediticia siguió siendo limitada. Así lo subrayaba, particularmente, el crecimiento sostenido de los préstamos bancarios al sector privado interno, especialmente a las sociedades no financieras, sugiriendo que la oferta de crédito no se había visto alterada de forma significativa. El Consejo de Gobierno prestó especial atención a la evolución monetaria durante este período.

A fin de hacer frente a los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales del BCE en marzo y junio del 2007, en 25 puntos básicos en cada caso. Como resultado, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 4% en junio del 2007, frente al 3,50% de finales del 2006. En el segundo semestre del año, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE. Teniendo en cuenta el grado inusualmente alto de incertidumbre respecto al impacto de las turbulencias financieras sobre la economía real, el Consejo de Gobierno consideró necesario reunir y valorar información adicional y realizar un seguimiento aún más estrecho de la evolución de los mercados financieros, antes de extraer nuevas conclusiones para la política monetaria. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno reiteró su disposición permanente a adoptar cualquier medida necesaria para garantizar que los riesgos alcistas para la estabilidad de precios no se

materializaran y para asegurar el mantenimiento del firme anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo.

En el 2007 se realizaron nuevos avances en el saneamiento de las finanzas públicas, conforme a los programas de estabilidad actualizados; la ratio media de déficit de la zona del euro descendió hasta el 0,8% del PIB, desde el 1,5% registrado en el 2006. Sin embargo, ya se prevé que esta ratio vuelva a elevarse en el 2008, dado que muchos países no han alcanzado todavía una situación presupuestaria saneada. Ello entraña el riesgo de que algunos de ellos no cumplan las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Con el fin de no socavar la credibilidad del Pacto, estos países deberían adoptar políticas mucho más ambiciosas y medidas de saneamiento estructural en la magnitud del 0,5% del PIB por año establecida como referencia en el Pacto. Es fundamental que todos los países cumplan sus compromisos y que se esfuercen por lograr su objetivo a medio plazo de alcanzar una situación presupuestaria saneada a más tardar en el 2010, tal y como se acordó y anunció en la reunión del Eurogrupo celebrada en Berlín en abril del 2007. Resultaría absolutamente inapropiado relajar la política fiscal. Antes bien, la mejor forma de contribuir a la estabilidad macroeconómica a través de la política fiscal consiste en permitir el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos en países con situaciones presupuestarias saneadas y en salvaguardar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

Por lo que se refiere a las reformas estructurales, los progresos realizados recientemente en el marco de la estrategia de Lisboa son alentadores. En los últimos años, las reformas estructurales y la moderación salarial han propiciado en la zona del euro un crecimiento significativo del empleo, que se ha traducido en un aumento de unos 15,8 millones de puestos de trabajo en el período de nueve años transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM, frente al incremento de unos 4,5 millones de empleos registrado en

el mismo grupo de países en los nueve años anteriores a 1999. En la misma línea, se mantuvo la tendencia a la baja de la tasa de desempleo de la zona del euro, que descendió desde el 8,3% del 2006 al 7,4% del 2007, nivel no observado desde hacía 25 años. Sin embargo, no hay margen para la complacencia. Las tasas de desempleo de muchos países siguen siendo altas y la tasa de actividad es baja, en comparación con la referencia internacional. Además, el crecimiento de la productividad en los países de la zona continúa siendo reducido, lo que limita el margen para aumentos salariales. En consecuencia, es importante que los gobiernos continúen la senda emprendida y que aceleren las reformas destinadas a eliminar las barreras a la creación de empleo y al crecimiento de la productividad. Ello requiere, de forma destacada, que se lleven a cabo reformas en el ámbito de la educación y de la formación permanente, con el fin de potenciar el capital humano, mejorar las perspectivas de empleo e impulsar la innovación. Asimismo, será preciso multiplicar los esfuerzos por fomentar la competencia, aumentar la flexibilidad y mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo, de productos y de servicios. En particular, el aumento de la competencia en los sectores de servicios y en las industrias de red, así como la aplicación de medidas adecuadas en el mercado agrícola de la UE, fomentarían el crecimiento de la productividad y la estabilidad de precios en la zona del euro.

El año 2007 estuvo marcado por complicaciones muy importantes en los mercados financieros. A partir de agosto se produjo una intensa corrección en los mercados de todo el mundo, con episodios de turbulencias intensas, y el mercado monetario de la zona del euro se vio afectado por una elevada volatilidad. Ante la falta de liquidez en ese mercado el 9 de agosto, el BCE decidió proporcionar 95 mm de euros al tipo de interés oficial del 4% con vencimiento a un día. En los días siguientes, el BCE realizó operaciones similares por importes decrecientes y, en las semanas y meses sucesivos, llevó a cabo operaciones de financiación a plazo más

largo complementarias y operaciones de ajuste, además de proporcionar liquidez en dólares en paralelo con las operaciones de financiación a plazo en dólares (*Term Auction Facility*) del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Al final del año, el BCE adoptó medidas especiales para atender las necesidades de liquidez del sistema bancario.

Como resultado de las operaciones del BCE, el tipo de interés a un día retornó a niveles estables alrededor del tipo de interés oficial establecido por el Consejo de Gobierno antes de la aparición de las turbulencias financieras. Sin embargo, persisten las tensiones en el mercado monetario en los plazos más largos.

La corrección de los mercados financieros provocó una sustancial revisión de la valoración de los riesgos por los participantes en esos mercados. El BCE y los demás miembros del Eurosistema habían formulado reiteradas advertencias, especialmente en su publicación «Financial Stability Review», sobre la infravaloración de los riesgos que se venía observando en los mercados. Aunque la importante corrección que se está operando en los mercados no ha concluido todavía, pueden extraerse algunas enseñanzas provisionales, entre las cuales cabe destacar las siguientes: i) la necesidad de que las entidades de crédito mejoren sus sistemas de gestión de riesgos; ii) la necesidad de reflexionar sobre las ventajas y desventajas del modelo de «originar para distribuir» desarrollado antes de que se iniciara la corrección; iii) la necesidad de incrementar la transparencia por parte de todos los participantes en los mercados; iv) la necesidad de valorar el papel general de las agencias de cualificación crediticia; y v) la necesidad de que los supervisores apliquen el nuevo marco de capital de Basilea II con la mayor celeridad y eficacia posibles y contemplen la posibilidad de mejorar el régimen de supervisión del riesgo de liquidez.

El sistema financiero de la zona del euro siguió dando muestras de resistencia en el 2007, pero su capacidad para absorber perturbaciones fue puesta duramente a prueba en el segundo semestre

del año. Aparte de las posibles consecuencias de las turbulencias observadas en los mercados de crédito, los riesgos que puedan presentarse al sistema bancario de la zona del euro en el futuro están relacionados, principalmente, con la posibilidad de una evolución adversa del ciclo crediticio, que podría afectar negativamente a la calidad de los activos de las entidades de crédito y sus provisiones para cubrir pérdidas por deterioro de los mismos. Además, la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales sigue siendo una fuente de riesgo a medio plazo para la estabilidad financiera a escala internacional.

En el 2007, el BCE continuó contribuyendo activamente al proceso de integración financiera europea. Además de realizar un seguimiento de los avances logrados en este campo y de brindar asesoramiento en materia de legislación y regulación, el BCE siguió actuando como catalizador de las actividades del sector privado, ofreciendo, en particular, su máximo respaldo a la creación de la zona única de pagos para el euro. El Eurosistema mantuvo un diálogo permanente con las entidades de crédito y con otros participantes, potenció la coordinación con la Comisión Europea y apoyó la adopción de la Directiva sobre Servicios de Pago aprobada por el Consejo de la UE el 15 de octubre de 2007.

Además, el sistema TARGET2 comenzó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración de un primer grupo de ocho países a la plataforma compartida única. La migración de un segundo grupo de siete países tuvo lugar el 18 de febrero de 2008, y la del tercer grupo se producirá el 19 de mayo. A fin de aprovechar al máximo el sistema TARGET2, el Eurosistema siguió estudiando la posibilidad de ofrecer un nuevo servicio, denominado TARGET2-Valores (T2S), con el fin de proporcionar una infraestructura técnica común para la liquidación en dinero de banco central de las operaciones con valores en euros en las centrales depositarias de valores, concentrando la liquidación de valores y de efectivo en una plataforma técnica única. Con

la implantación de TS2, no existiría diferencia alguna entre la liquidación de pagos nacionales y la liquidación de pagos transfronterizos dentro de la zona del euro. Con ello, el sistema contribuiría a la integración y armonización de los servicios financieros de post-contratación europeos, y fomentaría la competencia, al permitir acceder a los servicios de liquidación en igualdad de condiciones, con un coste menor y de forma armonizada en el mercado financiero europeo.

El total de puestos de trabajo presupuestados para el 2007 fue de 1.348 empleos equivalentes a tiempo completo, frente a 1.343 en el 2006. Tras la introducción en el 2006 de una serie de principios generales para la movilidad, que animan a sus empleados a cambiar de puesto de trabajo cada cinco años, la movilidad interna ha crecido considerablemente. En total, 152 miembros del personal, entre los que se incluyen 31 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, bien a corto o largo plazo.

Además de promover la movilidad interna, la estrategia de recursos humanos continuó orientándose hacia el desarrollo en el ámbito de la gestión del BCE, potenciando, en particular, las capacidades directivas, mediante formación y tutorías individualizadas. La adquisición y el desarrollo continuos de capacidades y competencias profesionales por parte de todos los empleados siguen siendo un elemento clave en la estrategia de recursos humanos del BCE. Además de disponer de numerosos cursos internos, los empleados continuaron participando en cursos externos dedicados a cubrir necesidades específicas de formación de carácter más técnico.

La Conferencia de Recursos Humanos, que se estableció en el 2005 para promover la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos, abordó en el 2007 diversos aspectos de la formación y el desarrollo del personal, tales como las actividades formativas comunes y el

desarrollo de medidas encaminadas a aumentar la movilidad en el SEBC.

En el 2007 concluyó la fase de planificación detallada de la nueva sede del BCE. A mediados de julio se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea un anuncio de contrato para la licitación de la construcción de la futura sede del BCE. Tras recibir las respuestas a comienzos de octubre, el BCE seleccionó una serie de empresas y les invitó a presentar una oferta. La adjudicación del contrato está prevista para octubre del 2008. El proyecto se está desarrollando dentro de los plazos y del presupuesto aprobados por el Consejo de Gobierno.

En el 2007, el BCE registró un superávit de 286 millones de euros, frente al superávit de 1.379 millones de euros contabilizado en el 2006. Al igual que en el 2006, se estableció una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, por un importe equivalente al superávit registrado, reduciendo a cero el beneficio neto. Esta provisión se utilizará para compensar las pérdidas derivadas de la exposición a estos riesgos, en particular, las pérdidas no realizadas y no cubiertas por las cuentas de revalorización. El importe de la provisión se revisará anualmente.



Jean-Claude Trichet



CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA MONETARIA**

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA¹

En el 2007, el BCE aplicó su política monetaria en un entorno de crecimiento económico sólido y de vigorosa expansión monetaria y crediticia en la zona del euro. Durante el año, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se mantuvieron claramente al alza, según se identificó en los análisis económico y monetario que realiza periódicamente el Consejo de Gobierno. Para contener estos riesgos, el Consejo de Gobierno continuó ajustando la orientación de la política monetaria e incrementó los tipos de interés oficiales del BCE un total de 50 puntos básicos en marzo y en junio. En consecuencia, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se elevó hasta situarse en el 4% en junio del 2007.

Tras el comienzo de las turbulencias y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros a principios de agosto del 2007 –que se desencadenaron por el deterioro del mercado de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos y por la revisión de la valoración del riesgo– las perspectivas relativas a la actividad económica en la zona

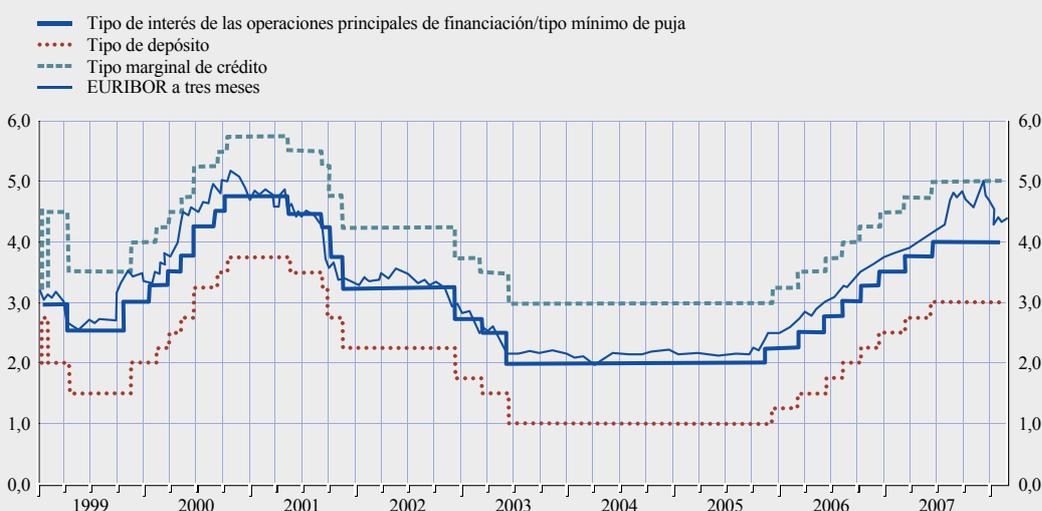
del euro resultaron ensombrecidas por una incertidumbre inusualmente elevada. Pese a la confirmación de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, se consideró necesario recopilar y valorar más información, habida cuenta del entorno de mayor incertidumbre, antes de extraer conclusiones aplicables a la política monetaria. En consecuencia, el BCE no modificó los tipos de interés en el segundo semestre del año (véase gráfico 1).

La inflación interanual medida por el IAPC se situó, en promedio, en el 2,1% en el 2007, frente al 2,2% del 2006. La inflación general fluctuó considerablemente durante el año, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de la energía. Hasta el

¹ Todas las referencias a datos relativos al crecimiento del PIB real y a la inflación medida por el IAPC corresponden a datos revisados disponibles en la fecha de cierre de este informe (29 de febrero de 2008). La utilización de datos actualizados revisados en lugar de los datos del tiempo real disponibles cuando las decisiones de política monetaria fueron adoptadas no altera las líneas de razonamiento en las que se sustentan las deliberaciones de política monetaria y las decisiones que se presentan en esta sección.

Gráfico 1 Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

tercer trimestre del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC evolucionó de manera acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE (esto es, mantener la tasa de inflación por debajo del 2% a medio plazo, pero próxima a este nivel), en parte como resultado de unos efectos de base favorables asociados con el comportamiento de los precios de la energía un año antes. En cambio, hacia el final del año, la inflación interanual experimentó un acusado incremento y alcanzó niveles considerablemente superiores al 2%. Este aumento se debió principalmente a las pronunciadas subidas de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos en la segunda mitad del 2007, que se vieron amplificadas por efectos de base desfavorables resultantes del descenso de los precios de la energía en el último trimestre del 2006. Al mismo tiempo, la evolución de los salarios continuó siendo bastante moderada en el 2007, pese al entorno de fuerte crecimiento económico, la aparición de limitaciones de la capacidad productiva y unas condiciones más restrictivas en los mercados de trabajo. Aunque las expectativas de inflación a largo plazo derivadas de las encuestas permanecieron en niveles acordes con la estabilidad de precios, las tasas de inflación implícitas obtenidas a partir del rendimiento de los bonos con prima de riesgo de inflación experimentaron un ligero aumento. En general, los riesgos para las perspectivas relativas a la estabilidad de precios a medio plazo se mantuvieron señalando claramente al alza. Entre estos riesgos se incluyen los siguientes: el margen para subidas adicionales de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, incrementos no previstos de los precios administrados y de los impuestos indirectos, y la posibilidad de ampliación de la capacidad para fijar precios por las empresas, especialmente en sectores protegidos de la competencia. Representaron considerables riesgos al alza para la estabilidad de precios, de forma fundamental, una posible evolución salarial más dinámica de lo esperado y, en particular, los efectos de segunda ronda en la fijación de salarios y precios como consecuencia de las subidas de los precios de las materias primas y de unas tasas de inflación elevadas.

La actividad económica en la zona del euro continuó registrando un fuerte ritmo de expansión en el 2007. Aunque las exportaciones de la zona del euro continuaron beneficiándose del vigoroso, pero más atemperado, crecimiento mundial, la demanda interna fue el principal factor impulsor de la continuación de la expansión. La inversión mantuvo su dinamismo durante el año, respaldada por unas condiciones de financiación favorables (especialmente en el primer semestre), por la fortaleza de los beneficios empresariales y por nuevas ganancias de eficiencia empresarial resultantes de las reestructuraciones realizadas en este sector a lo largo de un período prolongado de tiempo. El consumo también siguió contribuyendo a la expansión económica de la zona del euro, apoyado en una evolución favorable de la renta real disponible, dado que las condiciones del mercado de trabajo continuaron mejorando. Las turbulencias financieras que comenzaron a principios de agosto del 2007 provocaron un aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas sobre la actividad económica y acrecentaron los riesgos a la baja para el crecimiento. Sin embargo, los fundamentos económicos continuaron siendo sólidos, pues la rentabilidad empresarial se mantuvo en niveles sostenidos, la situación patrimonial de los hogares fuerte, el crecimiento del empleo continuó siendo firme y la tasa de paro se redujo desde el 8,2% del 2006 hasta el 7,4% del 2007, el nivel más bajo registrado en veinticinco años. En general, pese a los retos asociados a la volatilidad de los precios de la energía y las turbulencias financieras, el PIB real de la zona del euro creció un 2,6%, en términos interanuales, en el 2007. Aunque los riesgos a corto plazo para las perspectivas de crecimiento económico fueron equilibrados, en líneas generales, durante la mayor parte del año, los riesgos a más largo plazo continuaron señalando a la baja. Estos riesgos estuvieron asociados, principalmente, a factores externos, fundamentalmente, las posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, los desequilibrios mundiales y presiones proteccionistas en potencia. Tras el inicio de las perturbaciones en los mercados financieros, los

riesgos a la baja para el crecimiento económico se intensificaron, dado el impacto potencial de la revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación, sobre el clima económico y sobre el entorno mundial.

Tras confrontar los resultados del análisis económico con los del análisis monetario se confirmó que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo persistían. El crecimiento monetario y del crédito continuo siendo vigoroso en el 2007. Aunque algunos factores de carácter transitorio –como el aplanamiento de la curva de rendimientos y, en los últimos meses del año, las perturbaciones financieras y operaciones específicas asociadas a la reestructuración de determinados grupos bancarios– influyeron en la evolución del agregado monetario amplio M3, la valoración general de los datos corroboró la fortaleza de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia, patente, en particular, en el crecimiento sostenido de los préstamos al sector privado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno prestó especial atención a la evolución monetaria, también con el fin de comprender mejor la respuesta a corto plazo de las instituciones financieras, de los hogares y de las empresas a las turbulencias de los mercados financieros en el segundo semestre del 2007.

Para hacer frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados en sus análisis económico y monetario, en marzo y junio del 2007, el Consejo de Gobierno decidió aumentar los tipos de interés oficiales 25 puntos básicos, respectivamente. Tras el inicio de las turbulencias financieras a principios de agosto, las perspectivas de la actividad económica en la zona del euro se vieron sometidas a una incertidumbre mayor de lo habitual, debido al aumento de la volatilidad y a la reevaluación del riesgo en los mercados financieros. En este contexto, y pese a la valoración de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se mantenían claramente al alza, el Consejo de Gobierno estimó apropiado recopilar información adicional y analizar detenidamente los nuevos

datos antes de extraer sus conclusiones para la política monetaria. Con la debida consideración del aumento de la incertidumbre, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE en el segundo semestre del año.

En sus comunicaciones con los participantes en los mercados financieros y el público en general, el Consejo de Gobierno subrayó que realizaría un seguimiento muy atento de todos los elementos de la situación, especialmente los que se fueran desarrollando en los mercados financieros. Además, el Consejo de Gobierno señaló su disposición a contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios actuando con firmeza y en el momento oportuno, con el fin de evitar la materialización a medio plazo de efectos de segunda vuelta en la fijación de salarios y precios. De este modo se garantizaría que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo permanecieran firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios. Dicho anclaje, según recoge el mandato del Consejo de Gobierno, es un requisito indispensable para el buen funcionamiento de los mercados, para mantener el crecimiento económico y para la creación de empleo.

NUEVO AJUSTE DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2007

A principios de año, la nueva información disponible reforzaba los argumentos que fundamentaron las subidas de los tipos de interés aplicadas en el 2006. En particular, los datos confirmaron claramente la valoración de que persistían riesgos al alza para la estabilidad de precios, mientras que el ritmo crecimiento de la actividad económica en la zona del euro continuaba siendo intenso.

El crecimiento del PIB real de la zona del euro del 0,8%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2006, superó las expectativas anteriores. Las aportaciones sustanciales de la demanda interna y la de las exportaciones fueron los principales impulsores del crecimiento, marcando el carácter autosostenido de la

expansión económica. Asimismo, los indicadores de confianza disponibles siguieron respaldando la valoración del Consejo de Gobierno de que el fuerte crecimiento económico había continuado a principios del 2007. Además, las perspectivas a medio plazo relativas a la actividad económica continuaban siendo favorables, dándose unas condiciones propicias para un crecimiento firme de la economía de la zona del euro, habida cuenta de la vigorosa expansión mundial y el dinámico crecimiento de la inversión en la zona del euro en un contexto de mejora de las condiciones del mercado de trabajo. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2007, los intervalos proyectados para el crecimiento económico se revisaron al alza con respecto a las proyecciones de diciembre del 2006, como consecuencia, en gran parte, de la continuada fortaleza del crecimiento del PIB real en el segundo semestre del 2006 y del descenso de los precios de la energía, que se consideraba tendrían —en caso de mantenerse esta evolución— un impacto positivo sobre la renta real disponible. Se estimó que el crecimiento medio anual del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,9% en el 2007 y entre el 1,9% y el 2,9% en el 2008.

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,9% a principios del año, y por tanto, en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE. La caída de la inflación general desde el verano del 2006 tuvo su origen, principalmente, en la reducción de los precios de la energía. En la valoración de las perspectivas sobre la evolución de los precios, el Consejo de Gobierno subrayó la importancia de adoptar una perspectiva de medio plazo y de mirar más allá de la posible volatilidad de las tasas de inflación en el 2007. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2007, el límite superior del intervalo previsto para la inflación en el 2007 fue ligeramente inferior al de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2006, por efecto, en gran medida, del considerable descenso de los precios del

petróleo. En cambio, el intervalo estimado para la inflación en el 2008 fue ligeramente superior al de las proyecciones de diciembre, principalmente como resultado de la previsión de una dinámica de crecimiento más vigorosa en la zona del euro que, probablemente, ejercería presiones más intensas sobre el grado de utilización de los factores y sobre los costes. Se estimó que la inflación media anual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2007 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008. En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, estas previsiones continuaron sometidas a riesgos al alza.

Los resultados del análisis monetario confirmaron los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados en el análisis económico. La persistente y fuerte expansión del dinero y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez apuntaba a riesgos inflacionistas a medio y largo plazo. A principios del 2007, el crecimiento interanual de M3 alcanzó niveles no observados desde la introducción del euro. Además, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo elevada, debido, en gran parte, a la continuación de la tendencia alcista del crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras registrada desde mediados del 2004. Al mismo tiempo, en el contexto de ascenso de los tipos de interés hipotecarios en toda la zona del euro y de desaceleración del mercado de la vivienda en algunas regiones, el crecimiento del endeudamiento de los hogares mostró signos de moderación, aunque permaneció en niveles elevados. Por tanto, los datos monetarios confirmaron la persistente tendencia al alza de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia observada desde mediados del 2004. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno consideró que era necesario seguir realizando un atento seguimiento de la evolución monetaria, especialmente en el contexto de un crecimiento económico sólido y de intensa dinámica del mercado inmobiliario en la zona del euro.

En general, a la vista de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados

en ambos análisis, el económico y el monetario, el Consejo de Gobierno decidió subir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE el 8 de marzo de 2007. Además, el Consejo de Gobierno consideró que, incluso después de la decisión de incrementar de nuevo los tipos de interés oficiales, y dado el entorno económico favorable, la orientación de la política monetaria del BCE seguía siendo acomodaticia.

En cuanto a la actividad económica, los datos disponibles confirmaron claramente que la economía de la zona del euro seguía expandiéndose a un ritmo considerablemente superior al esperado un año antes. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,8% en el primer trimestre del 2007, superando de nuevo en cierta medida las expectativas anteriores. Además, las perspectivas de la actividad económica a medio plazo continuaron siendo favorables. Esto quedó reflejado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2007, que situaron el crecimiento medio interanual del PIB real dentro del límite superior del intervalo previsto por los expertos del BCE en marzo. Al mismo tiempo, los intervalos proyectados para el 2008 se revisaron ligeramente a la baja tras la subida de los precios del petróleo, y se consideraba que los riesgos para las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo se situaban a la baja.

Además, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9% en mayo, ligeramente por encima de lo esperado a principios del 2007, por efecto de la subida de los precios del petróleo. Dada la senda alcista de los precios del petróleo implícitos en los contratos de futuros, y considerada en el contexto de la trayectoria anterior de los precios de la energía, se esperaba que las tasas de inflación interanual sólo cayeran ligeramente en los meses siguientes, antes de aumentar notablemente hacia finales de año. En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios continuaban siendo al alza en horizontes a medio plazo. Estos riesgos estaban relacionados, en particular, con una evolución de los salarios más dinámica de lo previsto en

un entorno de aumento de la utilización de la capacidad productiva y de mejora gradual de los mercados de trabajo.

El análisis monetario siguió corroborando la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo, con una tasa subyacente de expansión monetaria que se mantuvo vigorosa en un contexto de ya de por sí abundante liquidez. Esto quedó reflejado en el persistente y rápido crecimiento de M3 y del crédito. Al mismo tiempo, tras analizar los factores determinantes de la evolución monetaria y crediticia en el corto plazo, se observaron señales crecientes de que el incremento de los tipos de interés a corto plazo estaba afectando de manera gradual a la dinámica monetaria, aunque todavía no habían conllevado una moderación de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia.

En general, el cruce de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corroboró la valoración del Consejo de Gobierno de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto, el 6 de junio, el Consejo de Gobierno decidió incrementar los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En esta ocasión, el Consejo de Gobierno manifestó que, incluso después de decidir incrementar de nuevo los tipos de interés oficiales, la orientación de la política monetaria del BCE todavía era acomodaticia. Por consiguiente, estaría justificado actuar con firmeza y en el momento oportuno para asegurar la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, el Consejo de Gobierno dejó claro que realizaría un atento seguimiento de todos los factores, con el fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios se materializaran a medio plazo.

LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE NO SE MODIFICARON EN EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2007

Los datos sobre la actividad económica recibidos durante el tercer trimestre continuaron siendo positivos, confirmando la valoración de que la economía de la zona del euro iba a seguir expandiéndose a tasas sostenidas, en línea con el

escenario de referencia del Consejo de Gobierno. Aunque el crecimiento intertrimestral del PIB real descendió en el segundo trimestre, cifrándose en el 0,3% frente al 0,8% del primer trimestre, el crecimiento económico en el primer semestre del año considerado en su conjunto fue acorde con el crecimiento potencial. Sin embargo, después de que en agosto del 2007 se desencadenara la crisis en el mercado de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos y de las turbulencias financieras asociadas, las perspectivas de la actividad económica en la zona del euro se vieron sometidas a un nivel inusualmente elevado de incertidumbre, lo que requería un atento seguimiento de todos los acontecimientos, particularmente en los mercados financieros.

En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre del 2007, la previsión de crecimiento del PIB real en el 2007 se situó en un intervalo comprendido entre el 2,2% y el 2,8%, lo que implicó una ligera revisión a la baja con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2007. Esto se debió principalmente al supuesto de un aumento moderado de los precios del petróleo y a unas condiciones de financiación algo más restrictivas, en este último caso como consecuencia del incremento de las primas de riesgo resultante de las perturbaciones financieras. Para el 2008, el intervalo estimado para el crecimiento económico permaneció entre el 1,8% y el 2,8%, sin variaciones con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2007. Se consideró que los riesgos para estas proyecciones eran a la baja, fundamentalmente por la posibilidad de una incidencia más generalizada de la mayor volatilidad y de la revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,7% en agosto, pero para el resto del año se estimó que las tasas de inflación serían superiores al 2%, determinadas, en gran medida,

por el patrón temporal de los efectos de base en los precios de la energía. Según la estimación de las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2007, la inflación anual medida por el IAPC se situaría entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, ya que se esperaba que la presión menor procedente de los impuestos indirectos y de los precios energéticos resultaría compensadas por las presiones de los costes laborales unitarios más elevados. En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios permanecieron orientados al alza.

El análisis monetario continuó confirmando esta valoración, con la fortaleza persistente de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En el contexto de las turbulencias financieras en curso, el Consejo de Gobierno recordó que la volatilidad de los mercados financieros podría influir transitoriamente sobre la evolución monetaria, ya que, como se demostró en episodios anteriores, los cambios en la actitud ante el riesgo del sector privado podrían ir asociados a intensos desplazamientos de cartera hacia activos monetarios seguros y líquidos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno consideró que era necesario realizar un análisis exhaustivo de los datos monetarios y crediticios con el fin de comprender mejor el impacto de la evolución financiera sobre la dinámica monetaria y extraer de los datos de crecimiento monetario las señales relativas a las tendencias inflacionistas a largo plazo, relevantes para la política monetaria.

Pese a la persistencia de los riesgos al alza para la estabilidad de precios, identificados en los análisis económico y monetario del Consejo de Gobierno, éste consideró que, dado el elevado nivel de incertidumbre existente como consecuencia de las turbulencias financieras, era preciso disponer de más información antes de extraer nuevas conclusiones para la política monetaria. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE en el tercer trimestre, al mismo tiempo que reafirmaba que realizaría un

atento seguimiento de todos los acontecimientos, en particular en los mercados financieros, con el fin de asegurar que los riesgos para la estabilidad de precios no se materializaran y que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieran firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

En el cuarto trimestre, los datos aparecidos corroboraron la valoración del carácter sostenido de la expansión económica de la zona del euro. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,8% en el tercer trimestre del 2007, con la demanda interna como principal factor impulsor de esta evolución. Por otra parte, los indicadores de confianza disponibles, aunque señalaron un ligero descenso desde principios de agosto del 2007 en el contexto de elevada volatilidad y de revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, permanecieron, en general, en niveles que apuntaban al mantenimiento del crecimiento económico en el cuarto trimestre, si bien, probablemente, a un ritmo más moderado que en el tercero. En conjunto, el Consejo de Gobierno consideró que los fundamentos económicos de la zona del euro seguían siendo sólidos, con unos niveles sostenidos de rentabilidad y un fuerte crecimiento del empleo. Según las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2007, el crecimiento del PIB real se situaría en un intervalo entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009. Aunque los intervalos proyectados para el 2008 se revisaron ligeramente a la baja, el nuevo intervalo para el 2007 permaneció en la parte superior del anterior.

En estas circunstancias, el escenario de referencia del Consejo de Gobierno continuó siendo el de un crecimiento de PIB real en consonancia con su tendencia potencial en el 2008 y en el 2009. En el ámbito de la zona del euro, se esperaba que tanto el consumo como la inversión contribuyeran a la expansión económica. Al mismo tiempo, se preveía que la demanda exterior siguiera favoreciendo las exportaciones de la zona del euro, siempre que la economía mundial mantuviera su firmeza, con la ralentización económica de Estados Unidos

compensada, en parte, por la fortaleza sostenida de las economías emergentes. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento en la zona del euro se mantuvieron en los niveles previstos, aunque los riesgos para estas perspectivas seguían orientados a la baja. Estos riesgos se asociaron principalmente al posible impacto de las turbulencias observadas entonces en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, con posibles efectos adversos sobre el crecimiento de la zona del euro y mundial.

En lo que se refiere a los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC alcanzó niveles superiores al 3% a finales de año. Los principales factores determinantes de esta evolución fueron los considerables aumentos de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos, junto con unos efectos de base desfavorables por los precios de la energía. El Consejo de Gobierno estimó que las tasas de inflación interanual se mantendrían sustancialmente por encima del 2% en los primeros meses del 2008, antes de moderarse de nuevo durante el año. Por tanto, el período de tasas de inflación transitoriamente elevadas sería algo más prolongado de lo esperado previamente.

En diciembre del 2007, los expertos del Eurosistema estimaron que la inflación aumentaría hasta situarse en un intervalo entre el 2% y el 3% en el 2008, antes de moderarse en un intervalo entre el 1,2% y el 2,4% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2007, el intervalo proyectado para el 2008 se revisó al alza, en gran parte como consecuencia de la trayectoria prevista de los precios de petróleo y de los alimentos.

En cuanto al dinero, se disponía de escasa evidencia de que las turbulencias financieras que se iniciaron en agosto del 2007 hubieran influido grandemente sobre la evolución del agregado monetario amplio y sobre la expansión del crédito. De hecho, el crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado de la zona del euro continuó siendo elevado en el segundo

semestre del 2007, lo que sugería que la oferta de crédito no se había reducido. En conjunto, la valoración general de los datos monetarios confirmó la opinión de que la tasa subyacente de crecimiento monetario y crediticio continuaba siendo elevada.

Dado que eran los riesgos al alza para la estabilidad de precios los que predominaban, y considerando especialmente el contexto de restricciones de la capacidad productiva y de evolución positiva del mercado de trabajo, era imprescindible evitar la aparición de efectos de segunda ronda en la fijación de salarios y precios derivados de unas tasas de inflación transitoriamente elevadas, con el fin de asegurar la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno volvió a subrayar que estaba siguiendo con especial atención las negociaciones salariales en la zona del euro. Además, debía evitarse la fijación de cualquier tipo de cláusulas de indicación de los salarios nominales al índice de precios de consumo. Otros riesgos orientados al alza estaban asociados a nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, especialmente si continuaba la tendencia alcista observada en los últimos meses del 2007, así como a incrementos no previstos de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE en el cuarto trimestre del 2007. Al mismo tiempo, indicó claramente que los responsables de la política monetaria del BCE estaban preparados para actuar con firmeza y en el momento oportuno para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como exige su mandato de conformidad con el Tratado. Quedaba garantizada su disposición a actuar con el objeto de evitar la materialización de efectos de segunda ronda derivados de las altas tasas de inflación, y de otros riesgos para la estabilidad de precios y, asimismo, para asegurar

que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantenían firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

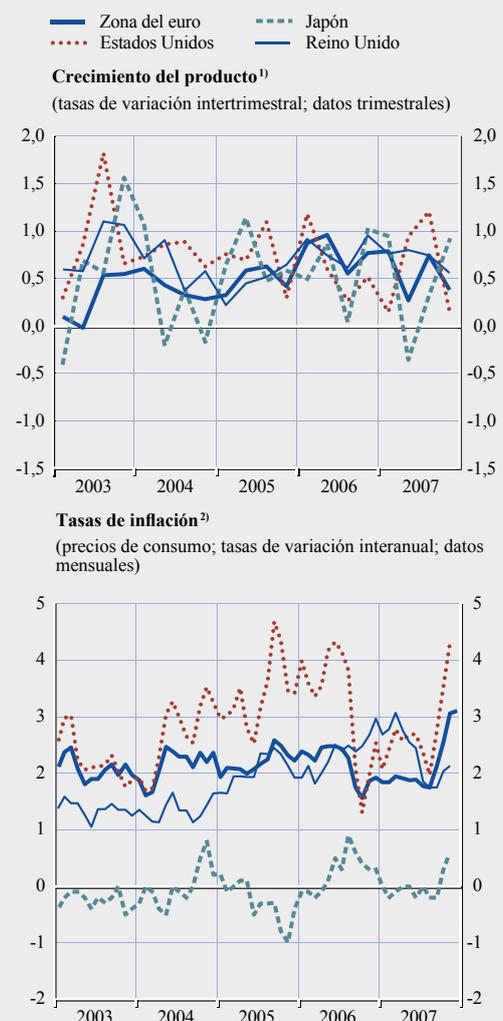
SE MANTIENE EL CRECIMIENTO MUNDIAL AUNQUE SE OBSERVA UNA DESACELERACIÓN

En el 2007, el crecimiento económico mundial (excluida la zona del euro) experimentó una moderación, tras el auge registrado en los tres años anteriores. Esta desaceleración estuvo relacionada, en parte, con las tensiones financieras mundiales que se manifestaron a mediados del 2007 y que ensombrecieron la evolución económica en todo el mundo, así como con una cierta maduración del ciclo de producción industrial mundial. Si bien la debilidad del mercado de la vivienda de Estados Unidos sólo tuvo efectos de contagio inmediato de magnitud limitada sobre otros componentes de la demanda interna de este país, la cual creció vigorosamente en el segundo y en el tercer trimestres del 2007, el crecimiento económico en Estados Unidos registró una acusada desaceleración en el cuarto trimestre. No obstante, las repercusiones mundiales del deterioro de sus perspectivas económicas fueron limitadas en el 2007. En las principales economías emergentes, las turbulencias dieron lugar a un aumento transitorio de la volatilidad de los mercados financieros, pero la capacidad de la mayoría de estas economías para resistir esas turbulencias fue, aparentemente, mayor que en el pasado. Considerando el año en su conjunto, las economías emergentes, especialmente las de Asia, registraron una rápida expansión económica. Al mismo tiempo, aumentó la incertidumbre respecto a las perspectivas de la economía mundial, como consecuencia de la revisión generalizada de los riesgos, del endurecimiento de las condiciones de financiación, de la subida de los precios de las materias primas y de la caída de los indicadores de confianza.

Tras un período en el que las presiones inflacionistas mundiales estuvieron, en general, contenidas en la parte del año transcurrida hasta septiembre del 2007, la inflación general experimentó un fuerte aumento en la mayoría de las economías hacia finales del 2007 (véase gráfico 2). En los países de la OCDE,

la inflación general medida por los precios de consumo se elevó hasta el 3,3% en diciembre del 2007. Este incremento fue atribuible, principalmente, a la subida de los precios de las materias primas y a efectos de base desfavorables. En un entorno de tensiones en los mercados, los precios del petróleo siguieron aumentando de forma acusada a lo largo del 2007. Además, los precios de las materias primas

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

1) Para la zona del euro y para el Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

distintas del petróleo continuaron aumentando significativamente en el primer semestre del año y, posteriormente, se mantuvieron en niveles elevados en un clima de volatilidad. Esta evolución fue consecuencia de un acusado incremento de los precios agrícolas, en particular de los alimentos, que sólo se contrarrestó en parte con una caída de los precios de los metales. Los precios agrícolas siguieron viéndose afectados por la sólida demanda de las economías emergentes, la evolución de la producción de biocombustibles y las escasas cosechas en algunos países. Dado el mayor peso específico de los alimentos en su índice de precios, las presiones inflacionistas han sido incluso más pronunciadas en las economías emergentes que en los países industrializados. Sin embargo, si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo moderada, situándose en un 2,1% en diciembre en los países de la OCDE.

En Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual del PIB real para el conjunto del año 2007 fue del 2,2%, es decir 0,7 puntos porcentuales por debajo de la registrada en el 2006. La corrección del mercado de la vivienda, que ya se había iniciado en el 2006, siguió siendo uno de los principales lastres para el crecimiento y restó casi un punto porcentual al crecimiento del PIB debido al descenso de la inversión residencial. Además, las turbulencias relacionadas con la evolución del segmento *subprime* del mercado hipotecario, que afectaron a los mercados financieros, se intensificaron a partir del verano del 2007 y contribuyeron a frenar el crecimiento hacia finales del año. A lo largo del 2007, la actividad económica fue volátil, y el crecimiento del PIB se redujo por debajo de la tasa potencial en el primer trimestre, aunque volvió a aumentar en el segundo y el tercer trimestres para caer nuevamente en el cuarto. En este entorno de volatilidad, el crecimiento del consumo privado continuó siendo sorprendentemente vigoroso, a pesar de los elevados precios de la energía y de las turbulencias en los mercados financieros y de la vivienda, debido sobre todo al crecimiento sostenido del empleo y de la

renta que, no obstante, sufrió un importante deterioro hacia finales de año. Asimismo, la inversión empresarial no residencial creció a un ritmo fuerte, respaldada por los altos niveles de rentabilidad de las empresas y, durante el primer semestre del año, por las favorables condiciones de financiación. La contribución de la demanda exterior neta se tornó positiva en el 2007 por primera vez desde 1995, reflejando el dinamismo del comercio internacional y de la depreciación del tipo de cambio efectivo real del dólar estadounidense. Estos factores también explican el descenso del déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos desde el 6,2% del PIB registrado en el 2006 hasta el 5% en los tres primeros trimestres del 2007. La mejora se debió, en su mayor parte, a la disminución del déficit de la balanza de bienes.

Las turbulencias que afectaron a los mercados financieros, que tuvieron su origen en un aumento de la morosidad y de las ejecuciones en el segmento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) del mercado de la vivienda de Estados Unidos, se agravaron en el verano. Sin embargo, sus efectos sobre la economía real de este país siguieron siendo bastante limitados durante la mayor parte del 2007 y tuvieron relación, sobre todo, con la disponibilidad y el precio de los préstamos, especialmente en el caso de las hipotecas de alto riesgo. Aparte de eso, la turbulencia se manifestó, principalmente, en los mercados monetarios y en el sector financiero, en el que varios bancos se vieron obligados a reducir sustancialmente el valor de sus activos.

En Estados Unidos, la tasa de variación interanual del IPC para el conjunto del año 2007 fue del 2,89%, frente al 3,2% registrado el año anterior. La inflación medida por los precios de consumo aumentó en el primer semestre del año, debido a los significativos incrementos de los precios de la energía y a una aceleración del componente del IPC correspondiente a las rentas equivalentes de la vivienda en propiedad. Tras una cierta moderación durante los meses del verano, las presiones inflacionistas comenzaron a intensificarse, registrando la tasa de variación

interanual del IPC un 4,3% en noviembre. Este aumento es atribuible, en particular, a fuertes efectos de base y a los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos hacia finales del año. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, también mostró señales de una nueva aceleración en los últimos meses del año. Para el conjunto del 2007, se situó en el 2,3%, es decir, 0,2 puntos porcentuales menos que en el 2006.

En el primer semestre del 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) mantuvo sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés de los fondos federales que utiliza como objetivo. Después de que las turbulencias que afectaron a los mercados financieros comenzaran a intensificarse a finales del verano, la Reserva Federal realizó una serie de recortes en septiembre y octubre, que sumaron en total 75 puntos básicos. Tras un recorte adicional de otros 25 puntos básicos en diciembre, el tipo de interés de referencia se situaba en el 4,25% a finales del año, un punto porcentual por debajo del nivel registrado en enero. La Reserva Federal recurrió también a otros instrumentos de política monetaria. En agosto, redujo el diferencial entre los tipos de interés de los fondos federales y los tipos de descuento desde 100 puntos básicos hasta 50 puntos básicos. El 12 de diciembre anunció nuevos cambios en sus instrumentos de política monetaria. La Reserva Federal estableció la llamada «*Term Auction Facility*», una operación de financiación a plazo en dólares en la que oferta fondos en subasta a las instituciones depositarias con plazos de vencimiento más largos y requisitos más laxos en materia de garantías que en las operaciones de mercado abierto. Al mismo tiempo, acordó realizar operaciones de provisión temporal de liquidez con el BCE y el Banco Nacional de Suiza, a fin de proporcionar dólares estadounidenses para su uso en sus respectivas jurisdicciones.

Por lo que respecta a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo en el ejercicio 2007 en comparación con el 2006, principalmente como resultado del incremento de los impuestos sobre la renta de las personas

físicas y de la reducción del gasto. Según las estimaciones de la Oficina del Presupuesto del Congreso, dicho déficit se situó en el 1,2% del PIB en el ejercicio fiscal 2007.

En Japón, la recuperación económica continuó en el 2007, aunque con un debilitamiento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. También se moderó el crecimiento de la actividad real, siendo el crecimiento del PIB de un 2,1% en el 2007 frente al 2,4% del 2006, manteniéndose en torno a la tasa potencial por cuarto año consecutivo. Mientras el continuo vigor de las exportaciones siguió respaldando la actividad económica, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB se redujo. Las exportaciones se vieron favorecidas por la evolución del tipo de cambio efectivo del yen y por la solidez de la demanda externa, especialmente de los países de Asia. El crecimiento del consumo privado se redujo hasta el 1,4% desde el 2% registrado en el 2006, aunque la situación del empleo siguió siendo, en general, favorable. Además, a pesar del buen ritmo de las exportaciones, el crecimiento de la inversión privada experimentó una desaceleración. Ello fue resultado de un descenso de la inversión residencial –inducido por la retracción de la actividad del sector de la construcción, tras la revisión de la Ley sobre Normas de Edificación– y de una ralentización de la inversión no residencial atribuible a una cierta moderación en los niveles de confianza de las empresas, especialmente las pequeñas y medianas. Pese a la tendencia de moderación de la situación económica, el préstamo bancario siguió aumentando en el 2007, aunque a un ritmo más lento que en el 2006, en un contexto de incertidumbre cada vez mayor en el entorno financiero mundial.

La inflación medida por los precios de consumo continuó siendo muy leve en Japón en el 2007, como resultado, en particular, del moderado crecimiento de los salarios. Después de registrar cifras positivas en el 2006, tras la subida de los precios de las materias primas, la inflación interanual medida por los precios de consumo volvió a territorio negativo a comienzos del 2007,

para tornarse positiva de nuevo en octubre como resultado de una nueva subida de los precios de las materias primas importadas. Para el conjunto del año, la tasa de variación interanual de los precios de consumo fue del 0%, frente al 0,3% del 2006, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos, la tasa interanual de inflación se situó en el 0% y el 0,1%, respectivamente. En el 2007, el Banco de Japón mantuvo su política de restricción muy gradual de las condiciones monetarias, en consonancia con unas presiones inflacionistas tenues. Por segunda vez desde que en marzo del 2006 se pusiera fin a la política cuantitativa de relajación monetaria, el Banco de Japón decidió, en febrero del 2007, elevar el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía del 0,25% al 0,50%.

El crecimiento en las economías emergentes siguió siendo sólido y representó una importante contribución al crecimiento del PIB mundial en el 2007, habida cuenta del debilitamiento de la expansión en las economías industrializadas (véase gráfico 3). En varios países resurgieron, en cierta medida, las presiones inflacionistas.

La actividad económica continuó siendo robusta en las economías emergentes de Asia. A pesar de que el entorno exterior se tornó menos favorable

en el segundo semestre del año, la solidez de la demanda exterior contribuyó a sostener el ritmo de crecimiento, especialmente en las economías más grandes de la región. Las presiones inflacionistas se mantuvieron contenidas en la mayoría de las economías debido, en parte, al endurecimiento de la política monetaria aplicada en muchas de ellas, con la excepción de China, que registró un aumento de la inflación durante el año. Como consecuencia de los sólidos resultados macroeconómicos que obtuvo la región, las valoraciones en los mercados bursátiles locales siguieron aumentando en un contexto de grandes fluctuaciones. La evolución pareció ser más heterogénea en los mercados de divisas. Las monedas de algunas economías emergentes de Asia —como el baht tailandés o la rupia india— se apreciaron sustancialmente, en términos efectivos, como resultado de las fuertes entradas de capital, mientras que otras se mantuvieron prácticamente estables o se depreciaron en términos efectivos.

Por lo que respecta a China, la economía siguió registrando una vigorosa expansión durante el pasado año. El PIB real creció un 11,4% en el 2007, frente al 11,1% en el 2006, debido al sostenimiento de la demanda interior y a la solidez de la demanda exterior neta. Las presiones inflacionistas repuntaron, incrementándose la inflación medida por el IPC desde el 2,2% en enero hasta el 6,5% en diciembre, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos. El renminbi chino continuó apreciándose gradualmente frente al dólar estadounidense a lo largo del año, aunque, en términos efectivos, los movimientos fueron más moderados. En mayo, el Banco Central de la República Popular China anunció una ampliación de la banda de cotización diaria del tipo de cambio del renminbi frente al dólar, desde +/-0,3% del tipo de referencia a +/-0,5%. El superávit comercial siguió aumentando, alcanzando un total acumulado en el 2007 de 262 mm de dólares estadounidenses —o lo que es lo mismo, alrededor del 8% del PIB— casi un 50% más que el superávit registrado en todo el año 2006. En este contexto, las reservas de divisas continuaron creciendo hasta situarse en un total

Gráfico 3 Contribuciones geográficas al crecimiento del PIB mundial

(en porcentaje)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Las estimaciones se basan en la base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI y en las previsiones de octubre del 2007 con las nuevas ponderaciones de la PPA.

1) Estados Unidos, Japón y Zona del euro.

2) Brasil, Rusia, India, China.

de 1,5 billones de dólares estadounidenses, casi un 50% del PIB, a finales del 2007.

El crecimiento económico también siguió siendo sostenido en América Latina, aunque entre las distintas economías se observa una cierta heterogeneidad en materia de inflación y crecimiento. La mejora de las variables macroeconómicas fundamentales, una nueva reducción de los factores de vulnerabilidad financiera, los elevados precios de las materias primas y la solidez de la demanda interna continuaron respaldando las perspectivas económicas. Las condiciones financieras externas experimentaron un deterioro tras el reciente período de turbulencia en los mercados financieros mundiales, aunque menor que en anteriores episodios de volatilidad de los mercados. Concretamente, se incrementaron los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito sobre la deuda soberana de América Latina, aunque se mantuvieron en niveles bajos en términos históricos. En cuanto a las principales economías de la región, el ritmo de la actividad económica fue más moderado en México, como consecuencia del entorno externo menos favorable, pero fue vigoroso en Brasil, y la inflación siguió estando contenida en ambos países. Argentina continuó registrando elevadas tasas de crecimiento del PIB real y la inflación se mantuvo en niveles altos.

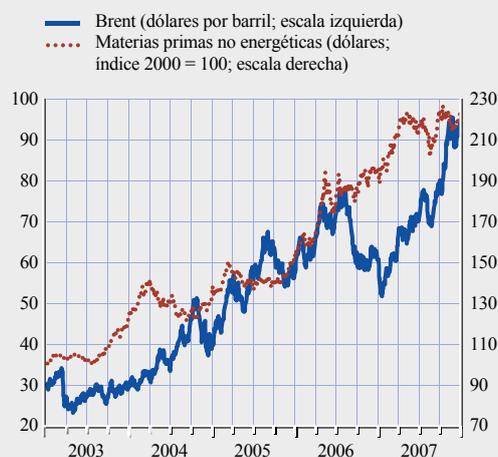
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN EL 2007

Los precios del petróleo registraron una escalada por cuarto año consecutivo en el 2007. El precio del barril de Brent aumentó hasta un nivel cercano a los 95,6 dólares estadounidenses a finales de noviembre. Los precios continuaron siendo volátiles después y, a finales del año, se situaban en 94,9 dólares el barril, alrededor de 17 dólares por encima de los máximos registrados en agosto del 2006. Medidos en euros, los precios sólo aumentaron unos cuatro euros por encima del máximo de agosto del 2006 y en torno a un 40% por encima del nivel observado a finales de ese año. Considerando el año 2007 en su conjunto, el precio medio del barril de Brent

fue de 71 dólares estadounidenses, es decir un 9% más alto que la media del año anterior.

Durante todo el año se mantuvieron las tensiones en los mercados de petróleo. Por lo que respecta a la oferta, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) había reducido su cuota de producción y su producción efectiva hacia finales del 2006, mientras que el crecimiento de la oferta procedente de los países no pertenecientes a esta organización fue inferior a lo esperado y, por lo tanto, no compensó la caída de la producción de la OPEP. Además, la producción se vio afectada temporalmente por algunas perturbaciones atribuibles a la temporada de huracanes. El crecimiento de la demanda mundial siguió siendo relativamente sólido. El ligero debilitamiento de la demanda de la OCDE observado hacia finales del año se compensó con el robusto crecimiento de la demanda de los países no pertenecientes a esta organización. En la mayoría de los países no pertenecientes a la OCDE, especialmente en China, la demanda siguió siendo vigorosa, como consecuencia del buen comportamiento de la economía. Además, la demanda de petróleo se vio favorecida por

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

las subvenciones a los productos petrolíferos en muchos de estos países. Ni en Estados Unidos ni en los países de la OCDE se logró acumular antes de la temporada de invierno del hemisferio norte las existencias para cobertura de necesidades de calefacción, a diferencia de lo que es habitual. El reducido nivel de existencias suscitó preocupación respecto a la ausencia de un colchón de seguridad que permitiera hacer frente a futuras perturbaciones de la oferta (asociadas a tensiones geopolíticas y a condiciones meteorológicas extremas) en un momento en que los márgenes entre oferta y demanda ya eran de por sí estrechos en los mercados. Hacia finales del año, los precios se tornaron cada vez más volátiles como resultado de un cambio en las percepciones sobre la desaceleración económica en Estados Unidos y a escala mundial, y a una cierta corrección de posiciones previas de tipo especulativo. No obstante, los precios se mantuvieron en niveles elevados, ya que la Agencia Internacional de la Energía confirmó las positivas perspectivas de la demanda mundial de petróleo en el 2008 como consecuencia del fuerte crecimiento de la demanda en los países no pertenecientes a la OCDE y mencionó la posibilidad de que, en los próximos diez años, el ritmo de descubrimiento de nuevos yacimientos fuese menor.

No sólo los precios del petróleo, sino también los de otras materias primas se incrementaron de forma acusada en el 2007. Los precios de las materias primas no energéticas, medidos por el Instituto de Economía Internacional de Hamburgo, mantuvieron el dinamismo durante casi todo el año 2007 y registraron un máximo a mediados de octubre en un contexto de cierta volatilidad. En el primer semestre del año, los precios aumentaron gracias a los fuertes incrementos de los precios de las materias primas industriales y de los precios agrícolas, como consecuencia del sólido crecimiento económico, de la escasez de las cosechas y del uso cada vez mayor de materias primas agrícolas en la producción de biocombustibles. En la segunda mitad del año, los precios de los productos agrícolas y de los alimentos mantuvieron la tendencia

ascendente, impulsados principalmente por el dinamismo de la demanda de China, mientras que los precios de las materias primas industriales (y, en particular, de los metales no ferrosos) bajaron, como consecuencia de la desaceleración de la producción industrial en los países no pertenecientes a la OCDE. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se incrementaron, en promedio, aproximadamente un 19% en el 2007, en comparación con el año anterior.

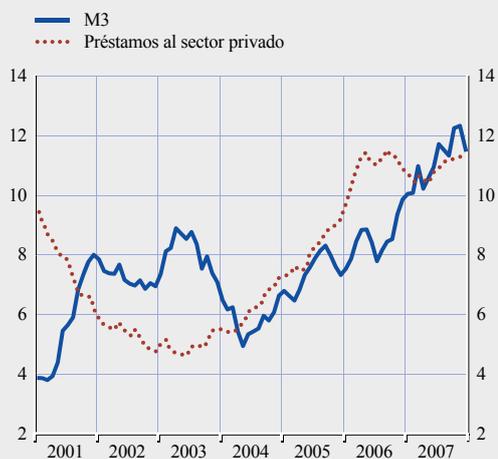
2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

MANTENIMIENTO DEL VIGOR DE LA TASA DE EXPANSIÓN MONETARIA

El año 2007 volvió a estar caracterizado por un intenso ritmo de crecimiento monetario y crediticio, continuación de la vigorización del crecimiento observada desde mediados del 2004. Así quedó reflejado en las elevadas tasas de crecimiento que registraron de forma continua el agregado monetario amplio M3 y el crédito al sector privado (véase gráfico 5), que se situaron en el 12% y el 11,2%, respectivamente, en el cuarto trimestre del 2007.

Gráfico 5 M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

El análisis general de la evolución monetaria indica que el crecimiento de M3 en el 2007 puede producir una cierta sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, debido al efecto estimulante del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos, que aumentó el atractivo de los depósitos a corto plazo de las IFM en comparación con los depósitos y los valores a más largo plazo. Por consiguiente, el fuerte crecimiento de M3 puede haber estado impulsado, hasta cierto punto, por una demanda especulativa de activos monetarios. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 han seguido influyendo, de manera clara, en la evolución monetaria y crediticia. El impacto de estos incrementos de los tipos de interés a corto plazo en la expansión monetaria quedó plasmado, por ejemplo, en la moderación de las tasas de crecimiento interanual de M1 y de los préstamos a hogares.

Por el momento, parece que las turbulencias financieras que comenzaron en el segundo semestre del 2007 han tenido un impacto limitado sobre el crecimiento del agregado monetario amplio. No obstante, sí han incidido en determinados componentes y contrapartidas de M3, concretamente en aquellos que están estrechamente relacionados con las tensiones que han surgido en los mercados monetarios, como las emisiones de participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones emitidos por las IFM. Sin embargo, no parece que se haya producido, al menos por el momento, un desplazamiento más generalizado hacia activos monetarios, posiblemente provocado por un aumento más extendido de la aversión al riesgo en el sector privado no financiero en el entorno de dichas turbulencias financieras. Esta valoración se sustenta en el análisis detallado de los componentes y contrapartidas de M3 que figura a continuación.

EFFECTO DEL APLANAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS EN LOS COMPONENTES DE M3

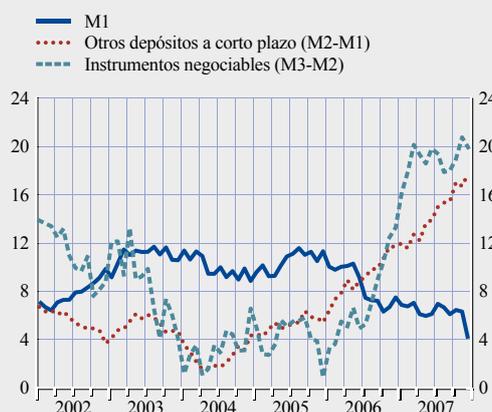
Por lo que se refiere a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una nueva reducción y se situó en el 4,1% a

finales del 2007, muy por debajo de las tasas de dos dígitos observadas entre el 2003 y finales del 2005, antes del incremento de los tipos de interés oficiales del BCE. Esta moderación se manifiesta en los dos componentes de M1, que son los depósitos a la vista y el efectivo en circulación. En el año 2007, el crecimiento de M1 estuvo influido principalmente por dos fuerzas opuestas: por una parte, un efecto moderador derivado del mayor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en el agregado M1, debido a los aumentos de los tipos de interés desde diciembre del 2005, y, por otra, un aumento de la demanda de M1 por motivos de transacción, dada la fortaleza sostenida de la actividad económica, y, posiblemente, un deseo de mantener M1 como colchón en el contexto de las recientes turbulencias financieras.

El fortalecimiento observado desde mediados del 2004 en la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) continuó en el 2007, situándose dicha tasa en el 17,8% en diciembre (véase gráfico 6). La contribución de estos otros depósitos a corto plazo al crecimiento interanual de M3 aumentó hasta alcanzar 6,6 puntos porcentuales en diciembre del 2007, y la mayor parte de la sólida expansión monetaria total y su dinámica reciente se debió

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

a dichos depósitos. Sin embargo, este vigoroso crecimiento enmascara la evolución dispar de los distintos componentes. Las intensas y continuas entradas en depósitos a plazo hasta dos años, que crecieron a una tasa interanual del 41,4% en diciembre del 2007, frente al 27,2% de diciembre del 2006, estuvieron acompañadas por un descenso constante de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, que cayeron un 3,6% en el período de doce meses transcurrido hasta diciembre del 2007, tras los bajos niveles de crecimiento experimentados a finales del 2006.

La remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años siguió, en líneas generales, la subida de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario (véase gráfico 7). Por tanto, el diferencial respecto a la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo y de los depósitos a la vista se amplió, ya que la remuneración de estos últimos se incrementó de una forma más lenta y moderada, en consonancia con patrones históricos. Este hecho favoreció desplazamientos de los depósitos de M1 y de ahorro hacia los depósitos a plazo. Además, con una curva de rendimientos relativamente plana, los depósitos a plazo hasta dos años resultaron

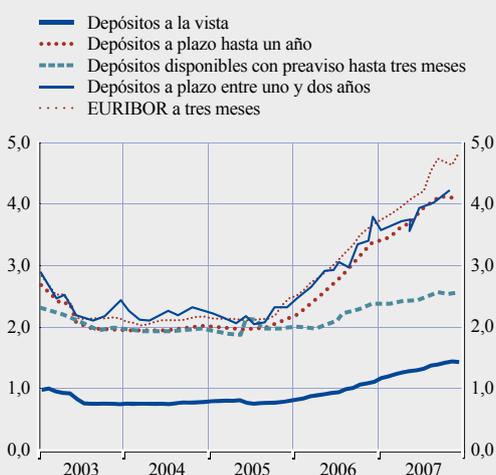
atractivos en comparación con activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, ya que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste reducido en términos de rentabilidad, lo que contribuyó también al abandono de activos a más largo plazo.

Tras haberse fortalecido ya considerablemente en el 2006, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) volvió a aumentar en el 2007, situándose en el 19,9% en diciembre, frente al 13,3% observado en diciembre del 2006. Esta evolución fue consecuencia, en gran medida, del impacto del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, que favoreció el desplazamiento hacia activos monetarios a más corto plazo. Por consiguiente, la contribución de estos instrumentos a la tasa de crecimiento interanual de M3 fue relativamente significativa, situándose en 2,7 puntos porcentuales en diciembre del 2007.

Esta importante contribución oculta una evolución divergente antes y después del comienzo de las turbulencias financieras, que se pone de manifiesto si se analiza la evolución de los distintos componentes. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se fortaleció de forma continua en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2007. Algunos de estos fondos asumieron riesgos frente al mercado de crédito estructurado, con el fin de impulsar las rentabilidades y superar el tipo de interés de referencia del mercado monetario. En el entorno de las turbulencias financieras registradas, las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron salidas netas particularmente importantes en agosto, septiembre, y de nuevo en diciembre, que generaron un descenso de su tasa de crecimiento interanual. Es probable que estas salidas fueran reflejo de la aversión general al riesgo que suscitaban dichos fondos, dado que los inversores aparentemente se sentían incapaces de juzgar los riesgos asumidos por determinados fondos con respecto a los bonos de titulización de activos, en un momento en el que el precio

Gráfico 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

de dichos instrumentos era volátil y difícil de evaluar. La desinversión observada en las participaciones en fondos del mercado monetario tiene su contrapartida en fuertes entradas en los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Entre agosto y noviembre, las tenencias de estos valores por parte del sector tenedor de dinero se incrementaron al ritmo más elevado observado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, proporcionando así financiación al sector de las IFM.

FUERTE CRECIMIENTO DE LAS TENENCIAS DE DINERO DE LOS HOGARES

La mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información fiable por sector tenedor está formada por los depósitos a corto plazo más las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual del conjunto de los depósitos de M3 de los hogares, el sector que más contribuye al crecimiento total de los depósitos de M3, alcanzó el 8,1% en diciembre del 2007 (véase gráfico 8). Por tanto, la tendencia al alza observada en esta tasa desde mediados del 2004 se mantuvo, respaldada por el crecimiento de las rentas y la riqueza y

el aumento de la remuneración de este tipo de depósitos. Por consiguiente, el sólido avance de los depósitos de M3 de los hogares refleja la fortaleza del crecimiento monetario subyacente.

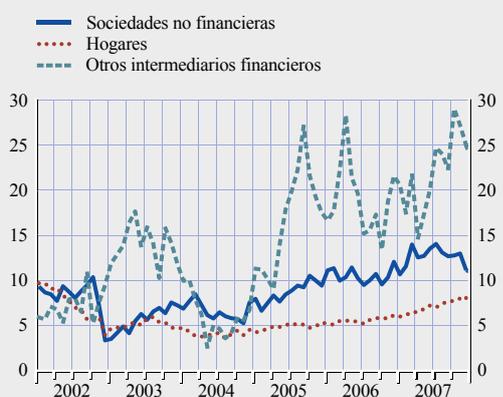
A tono con la fortaleza observada desde finales del 2004, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras volvió a incrementarse en el primer semestre del 2007, antes de moderarse y situarse en el 11,1% en diciembre del 2007. La alta demanda de activos líquidos por parte de las empresas en el 2007 estuvo en consonancia con su elevada rentabilidad y la solidez de sus inversiones (en curso y previstas). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en poder de otros intermediarios financieros, excluidos empresas de seguros y fondos de pensiones, fue del 25% en diciembre del 2007. Este fortalecimiento refleja, en cierta medida, el aumento de los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas, dado que la pérdida de confianza en las contrapartidas en el entorno de las turbulencias de los mercados financieros ha hecho que los participantes en el mercado se inclinen por los préstamos interbancarios respaldados con activos de garantía frente a los préstamos no garantizados. Además, este fortalecimiento también está relacionado, en parte, con la necesidad de algunos fondos de inversión de mantener unas reservas de efectivo más amplias y, en el cuarto trimestre del 2007, con un incremento de las tenencias de depósitos en el contexto de adquisiciones por parte de varias IFM de una IFM de la zona del euro, realizándose la adquisición a través de un intermediario financiero no monetario.

VIGOROSO CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

Tras el avance experimentado tanto en el 2004 como en el 2005, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro se estabilizó en el 2006. El crecimiento continuó siendo robusto en el 2007, situándose en el 9,3% en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 9). Esta vigorosa actividad crediticia de las IFM obedeció a la rápida

Gráfico 8 Depósitos incluidos en M3 por sectores

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

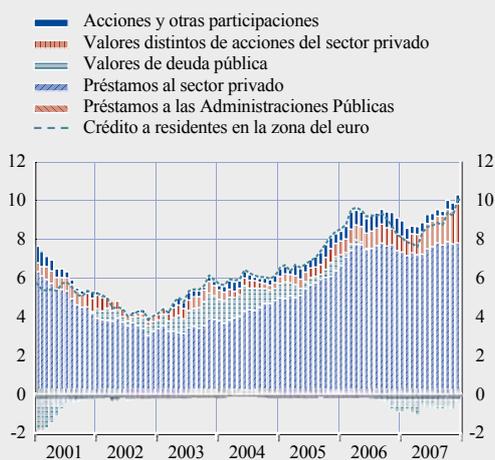


Fuente: BCE.

Nota: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema y la Administración Central. Los depósitos incluidos en M3 comprenden los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales.

Gráfico 9 Crédito a residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema.

expansión del crédito al sector privado, aunque el crédito concedido a las Administraciones Públicas se redujo.

Más concretamente, las IFM redujeron en cierta medida los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas, mientras que eliminaban de sus carteras, en términos netos, cantidades bastante considerables de títulos de deuda pública. La tasa de disminución interanual de las tenencias de valores de deuda pública fue del 5% en el último trimestre del 2007. Esta evolución se ha observado, con breves excepciones, desde mediados del 2006 y es característica de períodos en los que aumentan los tipos de interés a corto plazo y los costes de financiación.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado se fue reforzando paulatinamente en el período 2004-2005, antes de estabilizarse en cotas elevadas en el 2006. Continuó siendo fuerte en el 2007, oscilando en torno al 11,5%. En este último año, los préstamos concedidos al sector privado volvieron a representar la mayor parte del crédito otorgado por las IFM, aunque cobraron importancia las

compras de valores distintos de acciones por parte de dicha instituciones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se situó en el 11,1% en el último trimestre del 2007, tras haber estado rondando este elevado nivel desde mediados del 2006, dado que el vigor de la actividad económica y las condiciones favorables del crédito han respaldado el crecimiento de estos instrumentos. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, que recogían los aumentos de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005, atenuaron la demanda de crédito del sector privado.

El dinamismo de los préstamos al sector privado enmascara una evolución dispar en los distintos agentes. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares experimentó una moderación en el 2007, en consonancia con la tendencia observada desde principios del 2006, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las instituciones financieras y a las sociedades no financieras aumentaron.

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares estuvo determinada, principalmente, por la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que obedeció a la desaceleración registrada en el aumento del precio de la vivienda y en la actividad en dicho mercado en algunas economías de la zona del euro, así como a la progresiva subida observada en los tipos de los préstamos hipotecarios en toda la zona en los últimos trimestres.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó en el 2007, alcanzando un nivel muy alto si se considera la evolución de las tres últimas décadas. En el primer semestre del año, la demanda de préstamos se vio favorecida por el fuerte crecimiento económico y las operaciones de fusión y adquisición, así como por las condiciones favorables del crédito. En la segunda mitad del 2007, considerando

el contexto de las turbulencias financieras, las importantes cantidades de préstamos otorgados por las IFM al sector privado no financiero suscitaron la cuestión de si la información presentada sobre el flujo de préstamos a hogares y a sociedades no financieras no habría estado distorsionada por la gestión de balance de los bancos a la vista de la situación de turbulencias financieras. La información disponible sobre el volumen de préstamos dados de baja de los balances de las IFM sugería que las entidades de crédito habían sido capaces de continuar eliminando préstamos de sus balances en el segundo semestre del 2007, aunque a un ritmo algo inferior y que, por ello, el flujo de préstamos concedidos por las IFM al citado sector seguía estando infravalorado en los datos presentados.

Por tanto, parecía que las importantes cantidades de préstamos registrados en dicho año reflejaban los flujos de financiación de las entidades de crédito a las sociedades no financieras y a los hogares, más que una reintermediación provocada por las turbulencias financieras, que probablemente representaba una parte poco significativa de la expansión de los préstamos de las IFM. Por consiguiente, la evidencia no respaldaba la tesis de que la oferta de crédito bancario había resultado seriamente afectada por las turbulencias en el 2007. Sin embargo, era coherente con la existencia de unas condiciones de oferta más restrictivas, tal como señalaron las entidades participantes en las encuestas sobre préstamos bancarios correspondientes al tercero y cuarto trimestres, que apuntan a un endurecimiento significativo de los criterios de aprobación del crédito al sector empresarial, especialmente en el caso de los préstamos a las empresas más grandes y de los préstamos con plazos de vencimiento más largos. Al mismo tiempo, es posible que las sociedades no financieras hayan podido seguir endeudándose a través de líneas de crédito aprobadas cuyas condiciones se acordaron antes del inicio de las turbulencias.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a otros intermediarios financieros

(OIF) se aceleró notablemente en el 2007. En el primer semestre del año, parece que los préstamos de las IFM a estas entidades estuvieron impulsados, principalmente, por la demanda procedente de los fondos de inversión y por la demanda de créditos puente para las operaciones de titulización real. En el segundo semestre, la demanda de préstamos reflejó, por ejemplo, la adquisición de una IFM y la gestión de carteras de los fondos de inversión, así como, fruto de las turbulencias, la utilización de líneas de crédito otorgadas a fondos especiales (*conduits*) y vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés), y una mayor preferencia de las IFM por los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas.

En el 2007, las IFM otorgaron crédito al sector privado aumentando sus tenencias de valores emitidos por el sector empresarial, especialmente mediante compras de valores distintos de acciones, más que mediante la adquisición de acciones y otras participaciones. La mayoría de los valores adquiridos en el 2007 eran a largo plazo. El fuerte crecimiento experimentado por estos valores, especialmente con anterioridad al comienzo de las turbulencias, reflejó las actividades de titulización de préstamos en algunos países de la zona del euro y la creciente integración financiera de la zona, según la cual las IFM de un país de la zona adquieren instrumentos emitidos mediante la titulización de préstamos hipotecarios en otros países también de la zona, en lugar de proceder a la inversión directa en dichos mercados hipotecarios. Además, a finales del 2007, las IFM adquirieron cantidades considerables de valores distintos de acciones en el contexto de la adquisición de una IFM por parte de un vehículo de financiación perteneciente al sector de OIF. Sin embargo, en el entorno de las turbulencias financieras, las IFM pueden haber adquirido instrumentos relacionados con préstamos previamente titulizados, reintermediando así parte de sus carteras de préstamos.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros

a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que mantiene el sector tenedor de dinero se redujo, situándose en el 7,8% en diciembre del 2007, frente al 9,7% de finales del 2006. Sin embargo, estas cifras enmascaran el hecho de que esta tasa creció hasta mediados del 2007 y fue disminuyendo progresivamente a partir de entonces, siendo éste el patrón general observado tanto para los depósitos a largo plazo como para los valores distintos de acciones de las IFM. Esta evolución es coherente con el desplazamiento de las preferencias del sector tenedor de dinero hacia los vencimientos a más corto plazo y puede, hasta cierto punto, ser reflejo de una moderación en el ritmo de las titulaciones, que suelen llevar aparejada la creación de depósitos a largo plazo.

En el 2007 la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se caracterizó por su volatilidad. Como consecuencia de las considerables entradas registradas en el primer

trimestre del 2007, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM alcanzaron una cifra récord de 340 mm de euros en marzo, pues los participantes en los mercados financieros identificaron oportunidades de inversión favorables en la zona del euro, en un entorno de escasa volatilidad y abundante liquidez en dichos mercados. Durante el resto del año, las entradas netas interanuales disminuyeron, situándose en 17 mm de euros en diciembre, ya que las posiciones inversoras dejaron de ser rentables y, por tanto, se deshicieron parcialmente (el recuadro 1 presenta un análisis detallado de la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM). La presentación monetaria de la balanza de pagos revela que las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM reflejan principalmente inversiones en valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes.

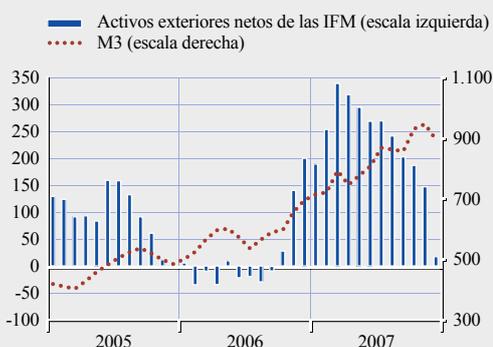
Recuadro 1

ACTIVOS EXTERIORES NETOS DE LAS IFM Y SU IMPACTO EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM mide las operaciones netas, liquidadas a través de una IFM residente, entre el sector tenedor de dinero de la zona del euro y sus contrapartes de fuera de la zona. La posición acreedora neta frente al exterior es una de las contrapartidas del agregado monetario amplio M3 y, en determinadas ocasiones, desempeña un papel importante a la hora de explicar la evolución monetaria de la zona del euro. A diferencia de lo ocurrido en la mayor parte del 2006, en el 2007 se observaron fluctuaciones intensas en el flujo interanual de la posición acreedora neta frente al exterior, con entradas significativas a finales del 2006 y principios del 2007 y la reversión siguiente de las posiciones en el segundo semestre del año. Aunque estos movimientos se reflejaron en la trayectoria de los flujos interanuales hacia M3 entre octubre del 2006 y abril del 2007, no fue ya este el caso en los meses siguientes hasta octubre del 2007

Gráfico A Activos exteriores netos de las IFM y crecimiento de M3

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

(véase gráfico A). En este recuadro se analiza la evolución de los activos exteriores netos de las IFM y se examinan algunas explicaciones posibles.

Algunos aspectos conceptuales

El hecho de que los movimientos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM tengan o no impacto en M3 depende de la forma en la que los sectores tenedores de dinero de la zona del euro, como los hogares o las sociedades no financieras, financien sus operaciones con el resto del mundo¹. Por ejemplo, consideremos la situación en la que un hogar de la zona del euro adquiere bonos a una entidad extranjera residente en Estados Unidos. Si esta operación se realiza utilizando cuentas mantenidas en una IFM, se produce una disminución de los activos exteriores netos del sector de las IFM, ya que la entidad de crédito de la zona encargada de la transacción reduce sus derechos de cobro frente a su banco corresponsal en Estados Unidos o le concede un depósito. Sin embargo, el impacto en M3 es ambiguo. Por una parte, si la compra se financia con los depósitos a la vista que el hogar mantiene en su entidad de crédito, se producirá un efecto moderador en el agregado monetario amplio, dado que el componente M1 disminuye. Por otra parte, si la transacción se financia con un préstamo que otorga el banco al hogar, no se generará impacto alguno en M3, sino un cambio en la composición de las contrapartidas de M3².

A la inversa, si una entidad extranjera adquiere valores a una entidad perteneciente al sector tenedor de dinero de la zona del euro y liquida esta compra transfiriendo dinero desde su cuenta bancaria en una IFM de la zona del euro a la cuenta bancaria de la entidad de la zona del euro, se producirá un aumento de M3 asociado al incremento de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona.

Una herramienta importante para investigar los factores que explican la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM es la «presentación monetaria de la balanza de pagos», que relaciona las estadísticas de balanza de pagos con las estadísticas del balance de las IFM y permite establecer si los flujos de capital que determinan la evolución de dicha posición son originados por sectores tenedores de dinero de la zona del euro o por no residentes, y si reflejan un intercambio de bienes y servicios o inversiones directas y de cartera.

Explicación de la evolución de los activos exteriores netos de las IFM desde finales del 2006

La presentación monetaria de la balanza de pagos indica que el origen principal del movimiento al alza de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM entre finales del 2006 y la primavera del 2007 fueron las inversiones de cartera en activos de la zona del euro,

1 Al analizar la evolución monetaria debe tenerse en cuenta que las únicas operaciones que tienen un impacto directo sobre la masa monetaria son las realizadas entre tenedores de dinero de la zona del euro, por una parte, y entidades de crédito y no residentes en la zona del euro, por otra. Una operación entre instituciones financieras no monetarias de la zona del euro sólo representa la circulación de dinero dentro del sector tenedor del mismo, sin efecto alguno en el saldo monetario total de la zona. Este es el caso en que se financian operaciones privadas mediante un intercambio de acciones.

2 Debe destacarse que algunas operaciones que afectan a los activos exteriores netos de las IFM no tienen impacto alguno ni sobre el dinero ni sobre el crédito. Por ejemplo, si una entidad de crédito vende un valor de deuda pública de la zona del euro a un no residente, esta operación afectará a los activos exteriores netos de la IFM (al alza) y al crédito a las Administraciones Públicas (a la baja), sin efecto de ningún tipo en M3.

especialmente en valores distintos de acciones, aunque también en acciones y participaciones (véase gráfico B)³.

Valores distintos de acciones

El examen del origen de los flujos de capital sugiere que el aumento de los flujos interanuales de activos exteriores netos de las IFM se debió, en su mayor parte, al crecimiento de la inversión extranjera en la zona del euro, más que a la repatriación de fondos desde el extranjero por parte de residentes en la zona. Las inversiones de cartera en valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de inversores extranjeros han sido significativas desde mediados del 2006, y los flujos interanuales alcanzaron un nuevo máximo en abril del 2007, manteniéndose en niveles elevados hasta el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico C). Esta evolución puede reflejar un entorno de inversión favorable en la zona del euro para los participantes extranjeros en los mercados financieros, caracterizado por una volatilidad escasa y liquidez abundante en dichos mercados. La fuerte demanda de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes, en el contexto de una disminución de las emisiones netas por parte de las Administraciones Públicas de la zona, se compensó, en gran medida, con las ventas de valores de deuda pública realizadas por las IFM.

En el segundo semestre del año, en un entorno de turbulencias financieras y de revisión de la valoración del riesgo, es probable que determinadas posiciones inversoras dejaran de resultar atractivas. Puede que inversores de fuera de la zona del euro necesitaran también liquidez para otras operaciones y que, por tanto, no aumentaran sus inversiones en la zona. Al mismo tiempo, las favorables oportunidades de inversión en el resto del mundo atrajeron las inversiones por parte

3 Para más información en relación con la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2003.

Gráfico B Composición de los flujos de capital del sector tenedor de dinero y posición acreedora neta frente al exterior de las IFM

(flujos interanuales en mm de euros)

- Inversiones de cartera netas en acciones y participaciones
- Inversiones de cartera netas en valores distintos de acciones
- Inversiones directas netas
- Activos exteriores netos de las IFM



Fuente: BCE.

Gráfico C Composición de los flujos de inversiones de cartera

(flujos interanuales en mm de euros)

- Inversiones de cartera en valores distintos de acciones en el exterior
- Inversiones de cartera en valores distintos de acciones en la zona del euro
- Inversiones de cartera en acciones y participaciones en el exterior
- Inversiones de cartera en acciones y participaciones en la zona del euro



Fuente: BCE.

de residentes en la zona del euro. Este hecho se manifestó en el incremento progresivo de los flujos interanuales de inversiones de cartera en valores distintos de acciones extranjeras por parte de inversores de la zona. Probablemente estas inversiones resultaron cada vez más atractivas ante el fortalecimiento del tipo de cambio del euro. Dado que las inversiones extranjeras en valores distintos de acciones realizadas en la zona del euro no variaron, en términos generales, hasta agosto del 2007, y registraron posteriormente un fuerte descenso, mientras que las inversiones en el exterior de los residentes en la zona se mantuvieron prácticamente estables, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujeron en la segunda mitad del año.

Acciones y participaciones e inversiones directas extranjeras

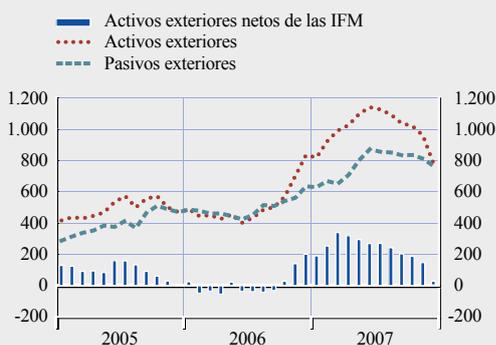
En relación con las inversiones de cartera en acciones y participaciones, aunque las inversiones en el exterior por parte de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro han experimentado una disminución continua, las inversiones de extranjeros en la zona del euro se mantuvieron bastante estables, si bien en niveles mucho más deprimidos que las inversiones en valores distintos de acciones, y descendieron ligeramente hacia finales del año. La información cualitativa de finales del 2006 y principios del 2007 indicaba que los inversores internacionales tenían una opinión favorable de los mercados de renta variable de la zona del euro y que sus expectativas en relación con los beneficios empresariales en la zona eran positivas. Hasta mediados del 2007, las inversiones de cartera netas en acciones y participaciones apuntaban a un aumento en las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que fue contrarrestado por un efecto moderador de las inversiones directas netas. Sin embargo, esta trayectoria se invirtió en cierto modo en el cuarto trimestre del 2007, cuando las entradas interanuales de las inversiones de cartera netas en acciones y participaciones se redujeron ligeramente, aunque este descenso se vio compensado por menores salidas netas en las inversiones directas.

Además de los movimientos intensos registrados por los activos exteriores netos de las IFM desde finales del 2006, la evolución de los activos (y pasivos) exteriores brutos del sector de las IFM de la zona del euro fue igualmente abrupta. Todo ello marca un cambio en comparación con el fortalecimiento relativamente gradual observado previamente (véase gráfico D). La expansión simultánea de estas posiciones brutas en el 2007 fue consecuencia, principalmente, de un

robustecimiento rápido del crédito concedido por las IFM al resto del mundo, que generó pasivos por depósitos en las IFM de la zona del euro frente a no residentes en la zona.

Gráfico D Evolución de los activos y pasivos exteriores brutos

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Esta expansión simultánea de los activos y pasivos exteriores brutos puede ser reflejo de una mayor integración financiera. Una consecuencia podría ser que las operaciones realizadas entre instituciones pertenecientes al sector de las IFM, como cuando una IFM de un país de la zona del euro financie los préstamos de IFM situadas en otro país de la zona, se canalicen cada vez más a través de un centro financiero ubicado fuera de la zona. Otra posibilidad es que las entidades de crédito

residentes, por ejemplo, los fondos del mercado monetario, operen únicamente en nombre de sus matrices no pertenecientes a la zona del euro. Si estas entidades reciben sus fondos únicamente del resto del mundo y también los invierten sólo en el mercado nacional de la matriz, toda la operación aparecerá exclusivamente en los activos y pasivos exteriores del balance consolidado del sector de las IFM de la zona del euro.

La fuerte expansión de las posiciones exteriores brutas no incide de forma inmediata en las posiciones exteriores netas. Sin embargo, esta situación podría favorecer el rápido desplazamiento de grandes cantidades de liquidez, con los consiguientes cambios significativos a corto plazo en la magnitud y la dirección de los flujos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, lo cual aumentaría la exposición de la evolución monetaria interna frente a factores externos.

Conclusiones

La posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro ha experimentado acusados movimientos desde finales del 2006, registrando entradas netas interanuales en marzo del 2007 que fueron superiores a las observadas durante el período de desplazamiento de carteras comprendido entre el 2001 y el 2003. Esta evolución de la posición acreedora neta frente al exterior hasta la primavera del 2007 tuvo un impacto visible en el patrón de crecimiento de M3, al menos desde un punto de vista contable. Es probable que el ámbito de las operaciones entre el sector tenedor de dinero de la zona del euro y el resto del mundo se amplíe con la integración mundial de los mercados financieros. Dado que los factores que determinan y originan dichas operaciones son múltiples, será un reto importante evaluar detalladamente la evolución de los activos exteriores netos en el contexto del análisis monetario del BCE.

TENSIONES EN LOS MERCADOS MONETARIOS EN EL CONTEXTO DE LAS TURBULENCIAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En el 2007, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos. En el primer semestre del año, esta evolución estuvo en consonancia con las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. En el segundo semestre volvieron a registrarse incrementos significativos en los tipos de interés de los mercados monetarios sin garantías, a raíz de las turbulencias de los mercados monetarios y financieros. El diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías se amplió en todos los plazos, excepto en el muy corto plazo. Aunque estos diferenciales disminuyeron a principios del 2008, se mantuvieron en niveles elevados.

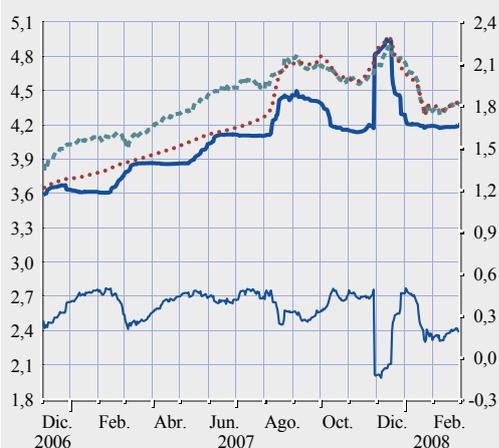
En marzo y en junio del 2007, el Consejo de Gobierno subió los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos, y el tipo marginal de crédito, el tipo mínimo de puja y el tipo de

depósito se situaron en el 5%, el 4% y el 3%, respectivamente (véase gráfico 1). Durante el resto del 2007 y principios del 2008, los tipos de interés oficiales del BCE no fueron modificados. Tras aumentar de forma constante en la primera mitad del año, en consonancia con las expectativas de nuevas subidas de los tipos de interés oficiales del BCE, los tipos sin garantías del mercado monetario se elevaron significativamente a partir del 9 de agosto, como consecuencia de las tensiones en los mercados monetarios y financieros generadas por la preocupación existente respecto a la exposición de las entidades de crédito al riesgo de pérdidas relacionadas con las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos y con instrumentos derivados complejos (véase gráfico 10). Estos tipos registraron máximos a mediados de diciembre, cuando las tensiones subyacentes en el mercado interbancario se agudizaron, debido a la incertidumbre relacionada con el efecto de fin de año. El 29 de febrero de 2008, el EURIBOR a un mes, a tres meses y a doce meses se situó en

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

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



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 11 EUREPO, EURIBOR y swaps de tipos de interés a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)

— EUREPO a tres meses
 EURIBOR a tres meses
 - - - Swaps de tipos de interés a un día, a tres meses



Fuentes: BCE y Reuters.

el 4,20%, el 4,38% y el 4,38%, respectivamente, es decir, 57, 66 y 35 puntos básicos por encima de los niveles observados el 2 de enero de 2007. Sin embargo, los tipos de interés interbancarios con garantías cayeron progresivamente a partir de principios de agosto, como consecuencia de la revisión a la baja de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

Ante los aumentos considerables de los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, el diferencial correspondiente entre los tipos de este mercado con y sin garantías se amplió significativamente, en especial en los plazos a un mes y superiores (véase gráfico 11). Estos diferenciales se mantuvieron en niveles elevados en los últimos meses del año, y el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO a tres meses (un índice de los tipos de interés del mercado de repos del sector privado) alcanzó un máximo de 93 puntos básicos el 17 de diciembre, debido a las tensiones específicas observadas hacia el final del año. Aunque este diferencial se redujo posteriormente, situándose en 43 puntos básicos el 29 de febrero de 2008,

permaneció en cotas altas en comparación con el nivel medio, de alrededor de 7 puntos básicos, de la primera mitad del 2007.

La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, aproximada por el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, mostró cierta volatilidad a lo largo del 2007, fluctuando dicho diferencial entre -15 y 50 puntos básicos. El 29 de febrero de 2008, este diferencial se situó en 18 puntos básicos, frente a 40 puntos básicos el 2 de enero de 2007 (véase gráfico 10). Sin embargo, la pendiente de la citada curva debe interpretarse con cierta cautela ya que, en términos históricos, los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO) fueron excepcionalmente acusados durante el segundo semestre del año en los plazos superiores al muy corto plazo, como consecuencia de las turbulencias observadas en los mercados monetarios desde agosto del 2007.

Los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en el año 2008 aumentaron en el transcurso

del 2007. Sin embargo, también esta evolución debe interpretarse con cautela, debido a los acusados incrementos experimentados por los tipos EURIBOR en el entorno de las tensiones en los mercados monetarios, que probablemente empañan la información que suelen contener estos tipos en relación con las expectativas de tipos de interés. El 29 de febrero de 2008, los tipos de interés implícitos en los futuros a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2008 se situaron en el 4,36%, el 4,05% y el 3,71%, es decir,

33 y 6 puntos básicos por encima y 27 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles registrados el 2 de enero de 2007.

En el primer semestre del 2007 disminuyó la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses. Sin embargo, las volatilidades implícitas aumentaron significativamente a partir de agosto, a medida que arraigaron las tensiones en los mercados monetarios y financieros (véase el recuadro 2).

Recuadro 2

LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO EN EL 2007

Cuando se evalúa la evolución del mercado monetario en el 2007, es importante analizar no sólo el nivel de los tipos de interés (como se hace en el texto principal) sino también su volatilidad. A este respecto cabe señalar dos cuestiones de especial relevancia: (i) la valoración del impacto de las decisiones de política monetaria sobre los mercados monetarios; y (ii) el análisis de hasta qué punto el mercado funciona bien, sobre todo en relación con la transmisión de las señales de la política monetaria desde los plazos más cortos hasta los más largos de la curva de rendimientos.

En cuanto a la primera cuestión, los bancos centrales se esfuerzan en asegurar que sus actuaciones en materia de política monetaria y la forma en que las comunican no generen una incertidumbre innecesaria (por ejemplo, añadiendo «ruido» a la economía), que habitualmente se traduciría en un aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

Por lo que respecta a la segunda cuestión, el análisis de la volatilidad permite hacerse una idea de la microestructura de los mercados monetarios y de la eficiencia con la que operan¹. Por ejemplo, la comparación de la volatilidad de los tipos de interés a plazos concretos con el nivel medio de volatilidad en todos los plazos puede permitir al banco central detectar movimientos atípicos en algunos segmentos del mercado monetario que, a su vez, podrían deberse a imperfecciones en la estructura del mercado y que podrían dificultar la transmisión efectiva del impulso de la política monetaria.

En este contexto, el análisis de la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario a lo largo del 2007 puede ayudar a aclarar el impacto de las turbulencias financieras observadas a partir de agosto del 2007. Este recuadro se centra en la evolución del segmento sin garantías del mercado interbancario (las operaciones realizadas sin activos de respaldo), que fue el segmento que resultó más afectado por las turbulencias. Se utilizan medidas de la volatilidad obtenidas a partir del tipo de interés a un día, de los tipos de los depósitos interbancarios a uno, a tres,

1 Una primera cuestión es cómo medir la volatilidad de los tipos de interés y los rendimientos financieros. De ello se trata en el artículo titulado «El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2008.

a seis y a doce meses y del EURIBOR a tres meses (para el que existen diversos contratos de derivados)².

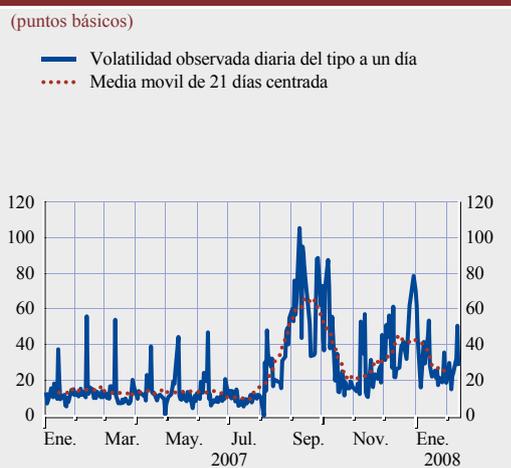
Evolución de la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario en el 2007

El gráfico A muestra la evolución de la volatilidad histórica observada del tipo de interés a un día en el año 2007. Entre enero y mediados de julio, la volatilidad observada fue relativamente reducida, situándose en niveles similares a los registrados en los últimos años. La volatilidad presentó el patrón habitual de repuntes periódicos limitados a determinados períodos, que son los días comprendidos entre la última operación principal de financiación y el último día del período de mantenimiento de reservas.

Tras el aumento de la volatilidad observada hacia finales de julio en la mayoría de los mercados financieros, a principios de agosto se incrementaron las tensiones en el mercado monetario ante la creciente incertidumbre por la posibilidad de que las entidades de crédito incurrieran en grandes pérdidas en relación con sus inversiones en los mercados hipotecarios de alto riesgo en Estados Unidos y en instrumentos relacionados. Esta situación provocó un ascenso de la demanda de liquidez a un día y un fuerte repunte del nivel de volatilidad. La volatilidad se mantuvo en niveles muy elevados hasta octubre, cuando la situación se estabilizó en cierta medida, debido, en parte, a la eficacia de la política de liquidez aplicada por el BCE para hacer frente a las tensiones del mercado monetario. Sin embargo, las tensiones resurgieron tras la primera quincena de noviembre. El tipo de interés a un día volvió a caracterizarse por presentar niveles excepcionalmente altos de volatilidad, en especial hacia el final del año, en un clima de inquietud generalizada en los mercados acerca de la posible escasez de liquidez en el período de transición al nuevo año.

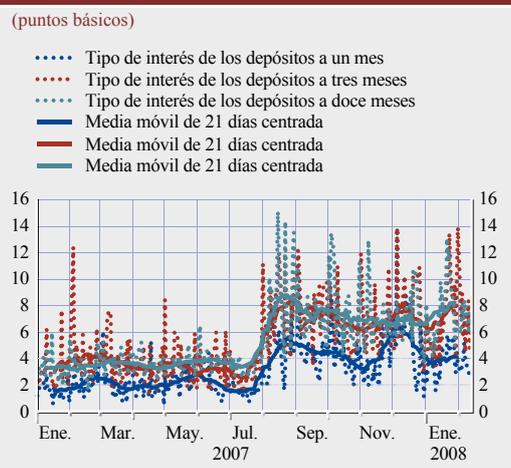
2 Las dos medidas de la volatilidad analizadas en este recuadro, es decir, la volatilidad histórica observada y la volatilidad implícita, se describen con detalle en el recuadro titulado «Cómo medir la volatilidad en el mercado monetario» del artículo mencionado en la nota 1.

Gráfico A Volatilidad observada diaria del tipo de interés a un día



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

Gráfico B Volatilidad observada diaria de los tipos de interés de los depósitos a largo plazo



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

Si se consideran los tipos a más largo plazo –a saber, los tipos de interés de los depósitos a uno, a tres o a doce meses– el perfil que muestran es bastante similar (véase gráfico B). Sin embargo, se pueden observar algunas diferencias significativas, en concreto, una tendencia de los tipos a más largo plazo a reaccionar de forma más abrupta ante las turbulencias de agosto.

Cómo se explica el aumento de la volatilidad en agosto del 2007

Entre finales de junio y principios de agosto quedó de manifiesto que una serie de entidades financieras europeas había incurrido en pérdidas significativas en relación con sus actividades en los mercados hipotecarios de alto riesgo en Estados Unidos. A medida que fue creciendo la preocupación por la exposición al impago de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses, fue disminuyendo la capacidad de los *conduits* (sociedades vehiculares) para refinanciarse y aumentando la demanda de liquidez por parte de las entidades de crédito que necesitaban conceder crédito a dichos *conduits*. Estos fenómenos se vieron agudizados por la dificultad de valorar estos productos financieros. La mayor demanda de liquidez, junto con la pérdida de confianza entre las contrapartes, generó una tendencia por parte de un gran número de entidades de crédito a acumular liquidez, y, de esta forma, la liquidez total del mercado se redujo significativamente. Los tipos de interés del mercado monetario subieron considerablemente, también en el segmento a un día, donde el tipo de interés llegó a situarse, intradía, en niveles cercanos a los 70 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja.

El 9 de agosto, ante la fuerte demanda de liquidez en el mercado a un día, que además estaba generando un aumento sustancial de los tipos de interés de mercado a plazos muy cortos, el Eurosistema inyectó un volumen importante de liquidez en el mercado para ese día, mediante una operación de financiación a un día. Como las tensiones en el mercado monetario persistían, comenzaron a observarse subidas de los tipos de interés a los plazos más largos del mercado monetario sin garantías (es decir, en los préstamos entre entidades de crédito no garantizados mediante la entrega de activos: el mercado interbancario de depósitos), que resultaron en diferenciales respecto a los tipos de interés de los segmentos del mercado monetario con garantías (operaciones repo) hasta de cinco veces la media histórica. Para facilitar una distribución mejor de la liquidez entre las entidades bancarias, el Eurosistema llevó a cabo diversas operaciones para inyectar liquidez durante el segundo semestre del año. Estas medidas, junto con una política de comunicación activa, contribuyeron a mejorar el funcionamiento del mercado, al menos a corto plazo, y ayudaron a tranquilizar a las entidades de crédito respecto a que sus necesidades de liquidez estarían cubiertas. Por consiguiente, el nivel de volatilidad en el segmento con garantías disminuyó ligeramente para distintos plazos.

Comparación de la evolución de las volatilidades observada e implícita

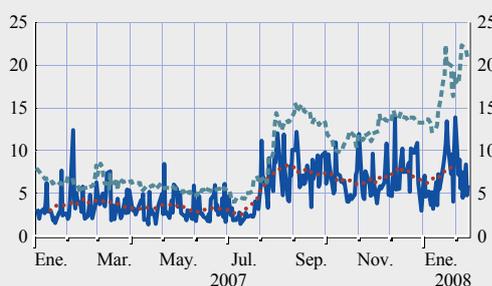
La volatilidad implícita³ se calcula a partir de opciones cuyo valor se basa en expectativas sobre el futuro, y es por ello que proporcionan un indicador de la volatilidad para el horizonte cubierto por los contratos (tres meses en los contratos estándar de futuros sobre el EURIBOR). A diferencia de ella, la volatilidad observada refleja la incertidumbre percibida que está prevaleciendo en el mercado.

³ La volatilidad implícita utilizada para este recuadro se obtiene a partir de las opciones sobre futuros a tres meses con un vencimiento constante a seis meses.

Gráfico C Volatilidad observada y volatilidad implícita de los tipos de interés del mercado monetario a 3 meses

(puntos básicos)

- Volatilidad observada (tipo de interés a tres meses)
- Volatilidad observada: media móvil centrada de 21 días
- - - - Volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los futuros del Euribor a tres meses (con vencimiento constante de seis meses)



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

Aunque el perfil de las dos medidas de la volatilidad es bastante similar, el comportamiento de la volatilidad implícita es más abrupto que el de la observada calculada a partir del tipo de interés de los depósitos a tres meses. El gráfico C muestra que la volatilidad implícita comenzó a aumentar a mediados de julio, para elevarse de forma más intensa a principios de agosto y continuar registrando fluctuaciones pronunciadas a partir de entonces. Una evolución similar mostró la volatilidad observada calculada sobre los tipos de interés de los depósitos a tres meses, aunque el aumento fue más paulatino y, en general, más contenido, incluso en agosto (es decir, en el período más crítico para el mercado monetario en la zona del euro).

Esta evolución observada en las dos medidas de volatilidad refleja principalmente la naturaleza de cada una de ellas. Mientras que el aumento de la volatilidad observada del tipo de interés a tres meses obedece a las tensiones percibidas en el segmento sin garantías del mercado monetario a tres meses, la volatilidad implícita tiene en cuenta, además, la incertidumbre sobre el impacto futuro de las tensiones que suscitaron los anuncios realizados por algunas entidades de crédito europeas respecto a su exposición a productos titulizados relacionados con el mercado hipotecario de alto riesgo. En concreto, estas tensiones existentes en el mercado monetario han generado una mayor incertidumbre sobre el entorno financiero y macroeconómico futuro, la cual queda recogida en la medida de la volatilidad implícita pero no en la de la observada.

Tras los niveles excepcionalmente altos registrados hasta principios de septiembre, la volatilidad observada se redujo ligeramente durante ese mes, posiblemente en respuesta a la generosa política de liquidez llevada a cabo desde mediados de agosto. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita se mantuvo elevada, probablemente por los efectos de las tensiones más acusadas sufridas en el segmento sin garantías del mercado, en concreto, en el horizonte a tres meses, aunque también mostró una tendencia a la baja en septiembre.

En conjunto, a pesar de los descensos señalados anteriormente, ambas medidas se estabilizaron con posterioridad, en términos generales, aunque en niveles por encima de los observados antes del comienzo de las turbulencias en agosto, lo cual indica que puede que se tarde un tiempo en regresar a una situación de estabilidad en los mercados como la existente antes de las turbulencias.

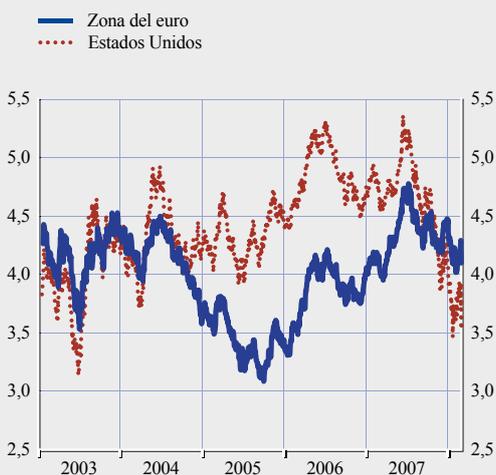
LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE RENTA FIJA REGISTRARON GRANDES FLUCTUACIONES EN EL 2007

A finales del 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se situó en el 4,4%, unos 40 puntos básicos por encima de los niveles observados un año antes (véase

gráfico 12). Sin embargo, este incremento del rendimiento, bastante reducido, oculta la existencia de fluctuaciones relativamente acusadas a lo largo del año. En particular, las turbulencias financieras originadas por los problemas surgidos en el sector inmobiliario estadounidense generaron una elevada

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Bloomberg y Thomson Financial Datastream.

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

volatilidad en los mercados internacionales de renta fija en los últimos meses del año. La moderada variación general del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se explica por el reducido aumento del rendimiento real de los bonos a diez años iniciados con la inflación y de las correspondientes tasas de inflación a largo plazo implícitas. El rendimiento de los bonos públicos iniciados con la inflación con vencimiento en el 2015, que mide los tipos de interés reales a largo plazo, se situó en el 2% a finales del 2007, cerca de 20 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales del 2006. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, se elevó unos 20 puntos básicos en el 2007, situándose en un nivel cercano al 2,4% al final del año.

En el primer semestre del 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó sustancialmente a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó hasta un máximo de unos 70 puntos básicos entre finales de diciembre del 2006

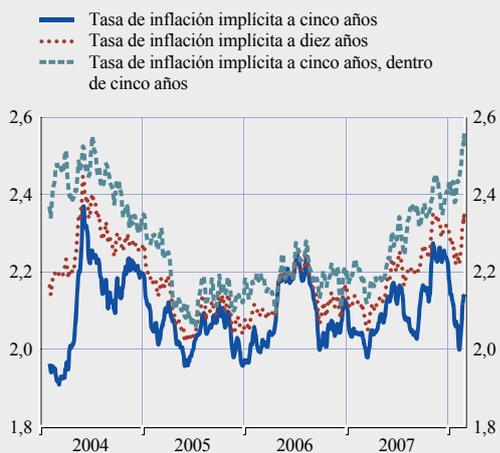
y comienzos de julio del 2007, mientras que, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años alcanzó su cota máxima a mediados de junio, situándose unos 60 puntos básicos por encima del nivel de finales del 2006. El alza de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro reflejó las expectativas del mercado respecto a un vigoroso crecimiento económico, lo que resulta coherente con la publicación de datos sobre la percepción del clima macroeconómico y empresarial más favorable que el previsto. El aumento gradual del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se interrumpió brevemente en dos ocasiones en el primer semestre del 2007. En primer lugar, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió a finales de febrero y comienzos de marzo, tras la merma de la tolerancia al riesgo y los resultantes desplazamientos de fondos desde los mercados de renta variable a los de renta fija. En segundo lugar, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó sensiblemente a primeros de junio, como resultado de la fuerte presión vendedora observada en los mercados de bonos estadounidenses.

Con todo, la recuperación relativamente fuerte del rendimiento nominal de la deuda pública de la zona del euro observada en el primer semestre del 2007 estuvo determinada, en gran medida, por la elevación de los tipos de interés reales. Al mismo tiempo, las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la inflación a largo plazo de la zona del euro y a las correspondientes primas de riesgo crecieron muy poco durante este período. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, aumentó unos 10 puntos básicos en el primer semestre del 2007, situándose en el 2,3% a finales de junio (véase gráfico 13).

En el transcurso del verano del 2007, empezaron a crecer los temores respecto a la situación del mercado inmobiliario estadounidense. En particular, se vio claramente que los prestatarios menos solventes estaban experimentando dificultades en atender al pago de las hipotecas de baja calidad suscritas entre los años 2002 y 2004, cuando los tipos de interés eran muy bajos. Los inversores tuvieron inicialmente la impresión

Gráfico 13 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

de que se trataba de un problema circunscrito a los Estados Unidos y que afectaría a un número relativamente limitado de activos. A finales de julio, este panorama de relativa tranquilidad cambió radicalmente, cuando quedó claro que las instituciones financieras europeas estaban también fuertemente expuestas al mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo. En algunos casos muy concretos, las pérdidas derivadas de estas exposiciones pusieron incluso en peligro la fortaleza financiera de las instituciones en cuestión. La revelación de la existencia de estos riesgos importantes provocó una tormenta financiera más generalizada, con un notable aumento de la aversión al riesgo, que impulsó el desplazamiento de fondos hacia activos más seguros, como la deuda pública.

Como resultado de estas turbulencias, a finales del 2007, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro había disminuido, en conjunto, unos 30 puntos básicos, en comparación con los niveles de comienzos de julio, como consecuencia, principalmente, del descenso del rendimiento real. La caída del rendimiento de los bonos estadounidenses fue mucho más pronunciada. En efecto, al final del

año el rendimiento de los bonos a diez años se situó unos 130 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado a mediados de junio. El mayor descenso del rendimiento de los bonos observado en Estados Unidos parece ser reflejo, por un lado, de las perspectivas de los inversores de un menor crecimiento de la economía estadounidense y, por otro, de las decisiones de rebajar los tipos de interés adoptadas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal los días 18 de septiembre, 31 de octubre y 11 de diciembre.

Con todo, las recientes turbulencias se produjeron al final de un período bastante largo de calma en los mercados. Es probable que la situación relativamente tranquila de los mercados que precedió a la tormenta haya inducido a muchos participantes en el mercado a tomar decisiones de inversión basadas en valoraciones del riesgo que acabaron siendo demasiado optimistas. En el recuadro 3 se analizan las similitudes y diferencias entre los episodios de turbulencias financieras en el 2007 y en 1998.

La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, aumentó otros 10 puntos básicos en el segundo semestre del 2007, situándose en el 2,4% al final del año. El aumento general de las tasas de inflación implícitas podría haber estado relacionado con el deterioro de las perspectivas de inflación a corto plazo, como consecuencia, en particular, de la escalada de los precios del petróleo y de los alimentos. Sin embargo, no se aprecia claramente en qué medida la elevación general de este indicador refleja cambios en las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y en las correspondientes primas de riesgo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, permaneció estable en el primer semestre del año, como reflejo de las favorables expectativas de crecimiento de la economía de la zona del euro y del mundo. Los inversores rebajaron esta valoración favorable como consecuencia de las perturbaciones, y la

volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció entre junio y agosto. Posteriormente, la volatilidad implícita de la zona del euro se mantuvo, prácticamente sin cambios, en estos niveles algo elevados.

En los dos primeros meses del 2008, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió en torno a 30 puntos básicos, situándose en el 4,1% el 29 de febrero. Descensos similares del rendimiento real de los bonos indicados con la inflación sugieren que a comienzos del 2008 había crecido ligeramente el pesimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de la actividad económica de la zona del euro.

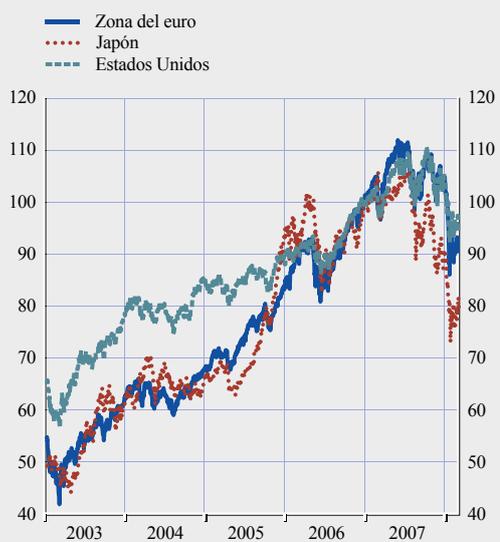
LAS COTIZACIONES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO SUBIERON EN UN CONTEXTO DE ELEVADA VOLATILIDAD EN EL 2007

Pese a la alta volatilidad registrada a lo largo del año, las cotizaciones bursátiles se incrementaron, en general, en el 2007, manteniendo la tendencia al alza observada desde comienzos del 2003 (véase gráfico 14). En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX cerró el año con una ganancia del 5% con respecto a los niveles de finales del 2006. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 subió un 3,5%, mientras que, en Japón, el índice Nikkei 225 bajó en torno a un 11%. Al igual que los mercados de renta fija, los mercados de renta variable de la zona del euro registraron fluctuaciones particularmente pronunciadas en los meses de verano, cuando los inversores comenzaron a mostrarse reacios a mantener activos de riesgo como las acciones cotizadas. Los buenos resultados generales de los mercados bursátiles de la zona del euro se debieron, principalmente, al vigoroso crecimiento de los beneficios efectivos y esperados.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro tendieron a subir de forma sostenida en el primer semestre del 2007. Esta tendencia al alza se interrumpió temporalmente a finales de febrero y principios de marzo cuando los precios de las acciones en la zona del euro, reflejando los comportamientos de la mayor parte de los

Gráfico 14 Principales índices bursátiles ¹⁾

(cambio de base del índice a 100 el 2 de enero de 2007; datos diarios)



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

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

demás principales mercados, sufrieron una fuerte corrección, impulsada, en parte, por la evolución de los mercados chinos. El índice Dow Jones EURO STOXX perdió en torno a un 4% entre el 6 de febrero y el 7 de marzo. Posteriormente, los mercados se recuperaron, como consecuencia de una mayor inclinación al riesgo, de las operaciones de fusión y adquisición de empresas y de la persistencia del crecimiento de los beneficios. El vigoroso crecimiento de los beneficios viene demostrado por el hecho de que, entre enero y junio, los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se elevaron a una tasa media interanual próxima al 17%. A finales de junio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se situaban un 10% por encima de los niveles registrados a finales del 2006.

El optimismo que venían mostrando los mercados bursátiles mundiales se esfumó bruscamente con la aparición de las turbulencias financieras, provocando una revisión general de la valoración de los riesgos crediticios y

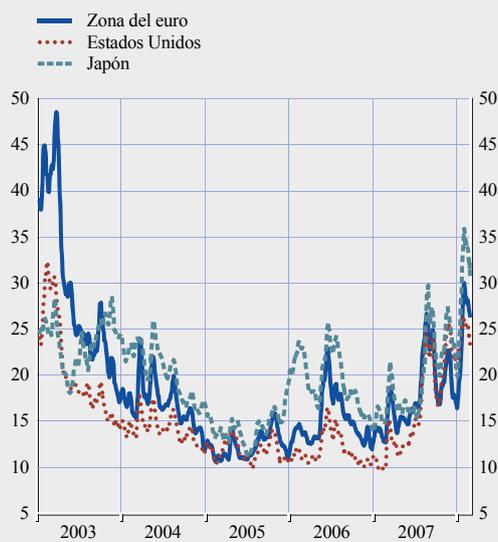
financieros y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. La caída resultante de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro parece haber sido reflejo, fundamentalmente, del fuerte incremento de las primas de riesgo exigidas por mantener acciones de la zona del euro, especialmente de las empresas del sector financiero. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó considerablemente, alcanzando niveles no observados desde el 2003 (véase gráfico 15). En julio y agosto, los mercados bursátiles de la zona del euro registraron una presión vendedora particularmente fuerte y el índice Dow Jones EURO STOXX perdió cerca de un 5%.

En septiembre y a comienzos de octubre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro experimentaron una recuperación similar a la observada tras la breve corrección registrada a finales de febrero y principios de marzo. Sin embargo, posteriormente, entre mediados de octubre y el final del año, volvió a crecer la aversión al riesgo entre los inversores, después de que varias instituciones financieras revelaran que habían sufrido pérdidas mayores de lo previsto en inversiones de alto riesgo realizadas en Estados Unidos. En consecuencia, los precios de las acciones se desplomaron en la zona del euro y en los mercados mundiales, y la incertidumbre de los mercados de renta variable, reflejada en la volatilidad implícita, repuntó hasta niveles cercanos a los observados en los meses de verano.

Las turbulencias financieras tuvieron un impacto muy reducido sobre la rentabilidad esperada y efectiva de las empresas de la zona del euro. Entre diciembre del 2006 y diciembre del 2007, los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron un 15%. Al mismo tiempo, los analistas esperaban que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios se situase en torno al 9% en el 2008. El hecho de que las turbulencias financieras no influyeran prácticamente en la rentabilidad de las empresas de la zona del euro contribuyó probablemente

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: La volatilidad implícita representa la desviación típica esperada de las tasas de variación de los precios de las acciones durante un período de hasta tres meses, implícita en los precios de las opciones sobre índices bursátiles. La volatilidad implícita se refiere al índice Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos, y Nikkei 225 para Japón.

a atenuar el descenso general observado en el segundo semestre del 2007.

Por lo que se refiere a la evolución por sectores, los resultados de los sectores de telecomunicaciones y de agua, gas y electricidad superaron ampliamente los del índice general, como consecuencia, probablemente, de la preferencia de los inversores por empresas con flujos de caja relativamente estables. Al mismo tiempo, el sector financiero registró peores resultados que el índice general, como resultado, posiblemente, de la creciente inquietud respecto a la rentabilidad de un sector con una fuerte exposición a activos vinculados, directa o indirectamente, al problemático mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos.

A comienzos del 2008, la persistente preocupación respecto al riesgo de crédito, unida a las expectativas de menores beneficios

empresariales, contribuyó a rebajar los precios de las acciones. El índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500

cayeron un 14% y un 9%, respectivamente, entre finales del 2007 y el 29 de febrero de 2008.

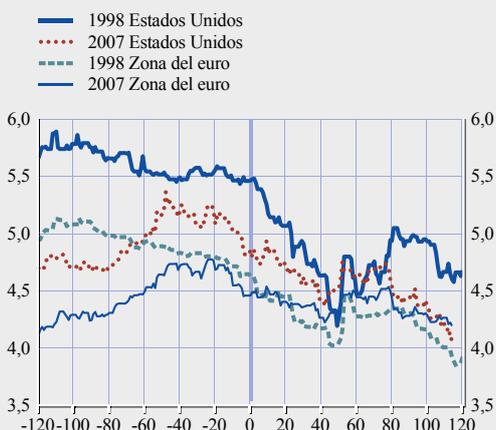
Recuadro 3

SIMILITUDES Y DIFERENCIAS ENTRE LOS EPISODIOS DE TURBULENCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS EN 2007 Y EN 1998

En el segundo semestre del 2007, los precios en los mercados financieros internacionales resultaron seriamente afectados por una revisión general de la valoración del riesgo financiero, que se propagó desde un segmento específico del mercado de crédito [activos respaldados por hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*) estadounidenses] a los mercados de crédito en su conjunto y al sistema financiero de forma más general. La secuencia y la naturaleza de los acontecimientos que han caracterizado a las recientes perturbaciones se asemejan, en cierta medida, a las del episodio de turbulencias acaecido en los mercados financieros en el segundo semestre de 1998, al que suele aludirse como la «crisis de LTCM». En este recuadro se presentan las principales similitudes y diferencias entre estos dos episodios, tomando como base indicadores de los mercados financieros.

Gráfico A Rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro en 1998 y en 2007

(en porcentaje)

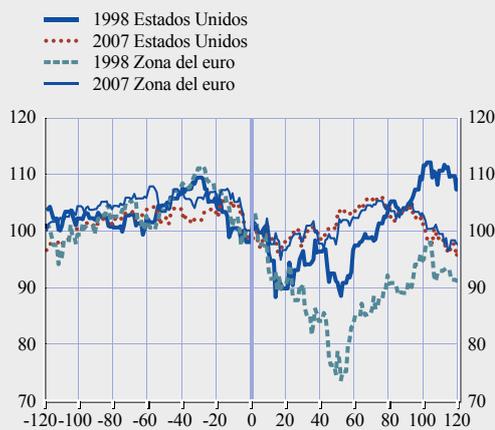


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas corresponde a 120 días hábiles antes y después del 17 de agosto de 1998 y del 30 de julio de 2007, respectivamente. La fecha de 1998 corresponde al anuncio de la moratoria de Rusia y la del 2007 al momento en que una entidad de crédito alemana, IKB, avisó de que había sufrido grandes pérdidas como consecuencia de las inversiones realizadas por sociedades vehiculares o por vehículos de inversión estructurada (SIV) en instrumentos de crédito estructurado de Estados Unidos.

Gráfico B Cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en la zona del euro en 1998 y en 2007

(cambio de base del índice a 100 el 17 de agosto de 1998 y el 30 de julio de 2007)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas corresponde a 120 días hábiles antes y después del 17 de agosto de 1998 y del 30 de julio de 2007, respectivamente. La fecha de 1998 corresponde al anuncio de la moratoria de Rusia y la del 2007 al momento en que una entidad de crédito alemana, IKB, avisó de que había sufrido grandes pérdidas como consecuencia de las inversiones realizadas por sociedades vehiculares o por vehículos de inversión estructurada (SIV) en instrumentos de crédito estructurado de Estados Unidos.

En el primer semestre de 1998, las condiciones de mercado eran favorables en la mayor parte de las economías avanzadas, lo que se plasmó en un incremento de las cotizaciones bursátiles, en una evolución estable de los rendimientos de los bonos a largo plazo y en un estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, impulsados, en parte, por la fortaleza de la situación macroeconómica (véanse gráficos A y B sobre los rendimientos de los bonos y sobre las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos). El entorno de tranquilidad patente, en general, en los mercados financieros internacionales, comenzó a cambiar en el verano de 1998. Al parecer, los cambios observados en el clima de los mercados financieros y en la tolerancia al riesgo por parte de los inversores estuvieron estrechamente relacionados con dos factores principales: en primer lugar, los participantes en el mercado se tornaron más pesimistas acerca del impacto que la contracción registrada en los mercados emergentes de Asia en 1997 tendría sobre la economía mundial y, en segundo lugar, la preocupación del mercado acerca de la sostenibilidad de la deuda de Rusia comenzó a aumentar. Estas preocupaciones se exacerbaron el 17 de agosto, cuando Rusia anunció la reestructuración de su deuda, la devaluación de su moneda y una moratoria en la devolución del principal de los préstamos concedidos por el sector privado. Estos anuncios desencadenaron ventas masivas en los mercados de valores y en los de renta fija privada internacionales. Los desplazamientos de cartera hacia activos más seguros provocaron una caída de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo (véase gráfico A).

La fuerte reacción de los mercados al impago de la deuda por parte de Rusia provocó un aumento de la preocupación acerca de una crisis internacional de contracción del crédito. Muchos fondos de inversión apalancados (*hedge funds*) y muchas posiciones propias de las mesas de operaciones de las entidades de crédito registraron grandes pérdidas, principalmente como consecuencia de la ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada y de otros diferenciales de riesgo, que dio lugar a ajustes de los márgenes y a la consiguiente necesidad de liquidez adicional para financiar posiciones. A principios de septiembre de 1998, los problemas para captar financiación a corto plazo pasaron a ser especialmente graves para uno de los *hedge funds* más importantes, Long-Term Capital Management (LTCM), generalizándose la preocupación de que este fondo se vería obligado a deshacer posiciones importantes en unas condiciones de mercado ya de por sí restrictivas. Esto, a su vez, podría generar graves riesgos sistémicos para el sistema financiero internacional. Sin embargo, la adopción de varias medidas en las semanas siguientes contribuyó a que el mercado volviera a funcionar con normalidad: en primer lugar, el 23 de septiembre se anunció un plan de rescate del sector privado para LTCM y, en segundo lugar, la Reserva Federal decidió recortar los tipos de interés oficiales un total de 100 puntos básicos en tres etapas. En general, la incidencia de la crisis sobre la economía real fue escasa.

Entre el episodio de turbulencias del 2007 y el de 1998 pueden establecerse dos similitudes reseñables, la primera relacionada con el entorno en los mercados financieros antes de la perturbación y la segunda con el hecho de que, en ambos casos, los factores que desencadenaron las tensiones fueron perturbaciones relativamente pequeñas.

En cuanto a la primera similitud, en ambos casos, el entorno previo a las turbulencias se caracterizó por prolongados períodos de movimientos generales al alza de los precios de los activos en la mayor parte de los segmentos de mercado, unidos a unos niveles reducidos de volatilidad en los mercados financieros. Estas condiciones de mercado tan favorables pueden haber inducido a algunos inversores a tomar decisiones de inversión a partir de valoraciones de los riesgos que resultaron ser excesivamente optimistas. En consecuencia, es probable que esos

inversores concedieran demasiada importancia a la experiencia reciente y extrapolaran tendencias recientes que no eran acordes con los valores de equilibrio y las probabilidades a largo plazo.

En segundo lugar, en ambos casos, las turbulencias financieras surgieron en un contexto de ausencia de perturbaciones inflacionistas o económicas importantes, y las dos crisis se desencadenaron como consecuencia de perturbaciones de magnitud relativamente reducida (impagos imprevistos en segmentos de mercado de tamaño considerable, aunque no extremadamente grandes), que provocaron una revisión general de la valoración del riesgo financiero que dio lugar a movimientos extremos de los precios en segmentos de mercado específicos (particularmente en los mercados de crédito). No puede descartarse que la fuerte reacción de los mercados se intensificara como consecuencia del entorno de tranquilidad anteriormente mencionado, en el que las valoraciones de determinadas clases de activos parecen haber sido, al menos a posteriori, excesivamente optimistas desde el punto de vista de las variables fundamentales.

Pese a las similitudes anteriormente señaladas, la evolución durante las dos crisis presenta diferencias en algunos aspectos. En primer lugar, las innovaciones financieras de la pasada década en el ámbito de la transferencia del riesgo de crédito han aumentado sustancialmente la dificultad de determinar en qué sectores y entidades específicas residen, en última instancia, estos riesgos. Aunque el mayor recurso a la titulización, en la que préstamos que no son líquidos se convierten en instrumentos líquidos, ha ampliado las oportunidades de diversificación de los inversores, la fijación del precio de estos nuevos productos es extremadamente compleja en muchos casos. El auge en el uso de estos instrumentos y la incertidumbre en torno a las exposiciones de las contrapartidas pueden explicar, en cierta medida, la evolución reciente observada en algunos segmentos de mercado. En segundo lugar, el reciente episodio de turbulencias ha afectado principalmente a los diferenciales y a la liquidez en los mercados de crédito y monetarios. En cambio, en 1998, la liquidez se agotó también en los mercados de deuda pública, ya que muchas estrategias de inversión arriesgadas de este período incluían también posiciones en valores de deuda pública.

En tercer lugar, los dos gráficos muestran que durante las dos crisis financieras se produjo cierta disociación de las reacciones de los precios de los activos en la zona del euro y en Estados Unidos. En 1998, las cotizaciones bursátiles experimentaron una caída más fuerte en la zona del euro que en Estados Unidos. Es probable que esta diferencia en la evolución de las cotizaciones estuviera relacionada con la ampliación de los diferenciales de crecimiento económico entre las dos áreas económicas. Esto se puso de manifiesto en el hecho de que el crecimiento del producto fue estable en Estados Unidos en 1998, mientras que, en la zona del euro, el crecimiento del PIB real cayó desde una tasa interanual del 3,8% en el primer trimestre de 1998, hasta el 2,4% en el cuarto trimestre. En cambio, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un descenso similar en ambas áreas económicas. De igual modo es posible que, en el 2007, los diferenciales de crecimiento esperados contribuyeran a la trayectoria ligeramente divergente de los precios de los activos en la zona del euro y en Estados Unidos. Por ejemplo, el diferencial de tipos de interés entre los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó en los meses posteriores al inicio de la turbulencia, e incluso pasó a ser negativo por primera vez desde principios del 2004. Al parecer, en los últimos meses del 2007, los participantes en el mercado consideraron que la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro ante las perturbaciones recientes era ligeramente superior a la de Estados Unidos. Las correspondientes expectativas de una reacción más intensa de la política monetaria en Estados Unidos como consecuencia de estos cambios en las previsiones de crecimiento relativo

de las dos economías por parte de los inversores contribuyeron a este cambio de signo en el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en la zona del euro se han movido de forma más o menos paralela durante la turbulencia registrada recientemente, lo que sugiere un importante componente internacional en la evolución de las cotizaciones bursátiles en ambos lados del Atlántico.

En cuarto lugar, los mercados emergentes han afrontado las turbulencias registradas en los mercados en el 2007 mucho mejor que en 1998. El moderado impacto observado en el 2007 sugiere que, durante la pasada década, los mercados emergentes han adquirido una mayor capacidad de resistencia a las perturbaciones en el sistema financiero internacional. Mientras que el endeudamiento de los mercados emergentes desempeñó un papel fundamental en las tensiones de 1998, estos mercados apenas se han visto involucrados en las turbulencias recientes, sino que más bien han actuado como un colchón de seguridad para los riesgos resultantes en la economía internacional.

MODERACIÓN PAULATINA EN EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

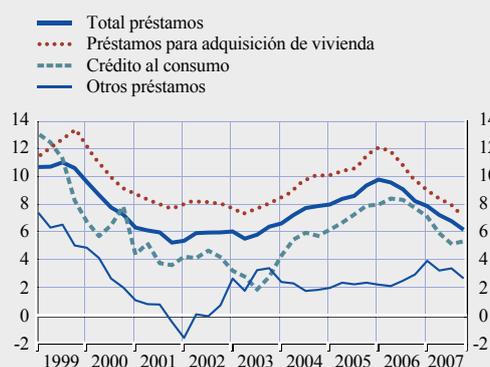
El crecimiento del endeudamiento de los hogares se ralentizó en el transcurso del 2007, como consecuencia del efecto moderador de las subidas de los tipos de interés de los préstamos, la valoración más prudente del riesgo de crédito por parte de los prestamistas y la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda. Las IFM fueron la principal fuente de financiación a los hogares y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a este sector mantuvo su fortaleza, situándose en el 6,2% en diciembre del 2007, frente al 7,2% registrado a mediados del 2007 y el 8,2% de finales del 2006. El carácter paulatino y continuado de esta desaceleración de los préstamos a hogares indica que obedece principalmente a factores fundamentales y que el impacto de las turbulencias financieras sobre estos préstamos ha sido limitado, por el momento. Al mismo tiempo, en el 2007, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a los hogares por las instituciones financieras no monetarias (es decir, OIF y las empresas de seguros y los fondos de pensiones) siguió siendo superior a la de los préstamos concedidos por las IFM a dicho sector.

El detalle de los préstamos de las IFM a los hogares en función de su finalidad indica que

las compras de vivienda continuaron siendo el motor principal del endeudamiento. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda fue del 7,1% en diciembre del 2007, frente al 9,6% de diciembre del 2006 (véase gráfico 16). Esta moderación estuvo en consonancia con la desaceleración del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en una serie de economías de la zona del euro. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema respalda esta valoración, dado que en el año 2007 las entidades de crédito indicaron que las perspectivas del mercado de

Gráfico 16 Préstamos de las IFM a hogares

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

- Tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras
- Tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras
- - - Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para crédito al consumo



Fuente: BCE.

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

la vivienda y, cada vez más, la evolución de la confianza de los consumidores eran factores que habían contribuido a moderar la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares. El menor crecimiento de los préstamos observado a finales del 2007 también puede haber obedecido al efecto moderador del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, ya que se acrecentó la preocupación de las entidades de crédito sobre las perspectivas del mercado de la vivienda y el panorama económico general.

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda reflejó también el efecto moderador de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005. En línea con la tendencia observada en el 2006, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las

IFM para adquisición de vivienda se elevaron 66 puntos básicos entre diciembre del 2006 y finales de diciembre del 2007 (véase gráfico 17). Los incrementos de los tipos fueron más pronunciados en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación hasta un año o de más de diez años, que en el de los préstamos con plazos de vencimiento intermedios.

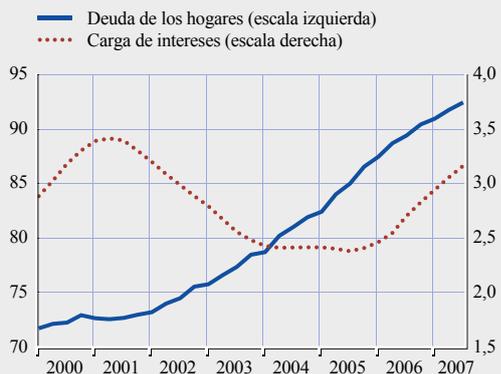
Del mismo modo, aunque a un nivel inferior, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió hasta el 5,3% en diciembre del 2007, desde el 7,7% registrado a finales del 2006. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó en consonancia con el descenso de confianza de los consumidores y la reducción paulatina del crecimiento de las ventas al por menor en la zona del euro. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios indican que, en los tres primeros trimestres del 2007, se produjo una relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación del crédito, que favoreció el crecimiento de los préstamos, mientras que, en el último trimestre, en el contexto de las turbulencias financieras, dichos criterios se endurecieron. En este sentido, también cabe señalar que las entidades de crédito manifestaron una preocupación creciente a lo largo del año acerca de la solvencia de los consumidores y las perspectivas de la actividad económica en general, que puede haber reducido la actividad crediticia. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo, que se mantuvieron muy por encima de los de los préstamos para adquisición de vivienda, aumentaron 55 puntos básicos entre diciembre del 2006 y octubre del 2007, lo cual contribuyó a moderar la demanda de esta modalidad de préstamos.

NUEVO AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

A pesar de la moderación observada en la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares, la sólida trayectoria de la financiación generó un nuevo aumento de la ratio de deuda de los hogares en relación con la renta disponible, que se elevó hasta el 92,5% (véase gráfico 18),

Gráfico 18 Deuda y carga de intereses de los hogares

(en porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares)



Fuente: BCE.

mientras que la deuda en relación con el PIB se incrementó hasta el 60,3% en el tercer trimestre del 2007, en función de los datos de las cuentas integradas de la zona del euro. Sin embargo, en comparación con Estados Unidos o con el Reino Unido, el nivel de endeudamiento de los hogares de la zona todavía es relativamente moderado. La subida continuada del endeudamiento de los hogares aumentó su exposición frente a variaciones en los tipos de interés, la renta y los precios de los activos. Debe destacarse que esta ratio representa un nivel medio y el nivel de endeudamiento puede variar notablemente entre los distintos hogares de los diferentes países de la zona del euro. El nivel de exposición es más alto, por ejemplo, en los casos en los que los hogares aprovecharon las condiciones de tipos de interés extraordinariamente favorables de años anteriores y asumieron hipotecas a tipos variables con pagos iniciales de intereses reducidos. Este aumento del endeudamiento, junto con unos tipos de interés más altos en los préstamos a hogares, contribuyó al crecimiento de la carga financiera total (pagos de intereses más devoluciones del principal en relación con la renta disponible) en el 2007. La carga de intereses se elevó nuevamente hasta situarse en el 3,2% en el tercer trimestre del 2007, frente al 2,8% de finales del 2006, un nivel muy superior a los observados en el 2004 y el 2005, pero también por debajo del máximo anterior registrado en el 2001.

AUMENTO DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN EL 2007

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó progresivamente en el 2007, continuando la tendencia del año anterior, mientras que la rentabilidad de las empresas conservó su solidez. A pesar de ello, y reflejo de la ampliación de la brecha de financiación, la tasa de crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras se mantuvo en niveles muy elevados, impulsada por una fuerte demanda de préstamos de las IFM. Por consiguiente, se estima que el apalancamiento del sector de sociedades no financieras continuó incrementándose aún más en el 2007.

Tras las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE en el 2006 y en la primera mitad del 2007, el coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó aumentando en el 2007 (véase gráfico 19)². A lo largo del año, el incremento estuvo impulsado, principalmente, por el continuo aumento del coste real de la financiación mediante deuda, aunque el coste de financiación mediante valores de renta variable también se elevó. En el último trimestre del 2007, las turbulencias de los mercados de crédito favorecieron el aumento del coste de la financiación externa de las empresas, dado que las entidades prestamistas y otros inversores revisaron su percepción del riesgo de crédito y, por tanto, las condiciones de financiación en los mercados se endurecieron con respecto a períodos anteriores.

Por lo que respecta a los componentes del coste de la financiación externa de las empresas, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentaron significativamente, tanto en

² El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula ponderando las distintas fuentes de financiación externa a partir de sus saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración). Para una descripción detallada de esta medida, véase el recuadro titulado «Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005.

términos reales como nominales, durante el año 2007 (véase gráfico 19). El repunte de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, que fue de 120 puntos básicos entre finales del 2006 y finales del 2007 en el caso del EURIBOR a tres meses, fue seguido de incrementos más pequeños en los tipos de interés a corto plazo de los préstamos de las IFM a las empresas. En concreto, durante este período, los tipos de interés de los préstamos a tipo variable y con un período de fijación inferior a un año se elevaron entre 90 y 100 puntos básicos en el caso de los de menor y los de mayor cuantía, respectivamente. Estos aumentos, probablemente, también reflejaron los efectos que las subidas previas de los tipos de interés del mercado monetario registradas en el 2006 tuvieron sobre los tipos a corto plazo de los préstamos de las IFM, siguiendo así, en términos generales, el patrón de retardo observado en ciclos anteriores en la transmisión de los tipos de interés. Durante el mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos se

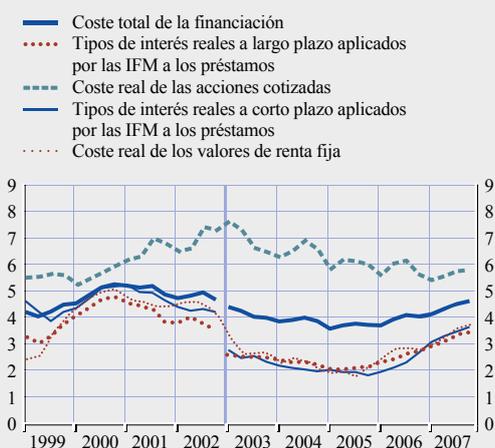
elevaron también, entre 60 y 85 puntos básicos. En el mismo período, los rendimientos de la deuda pública a cinco años se incrementaron en 30 puntos básicos. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos a largo plazo de los préstamos bancarios y los tipos de mercado comparables se ampliaron significativamente, en especial en el segundo semestre del año, como consecuencia del aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito.

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras mediante deuda también se incrementó significativamente en el 2007, en consonancia con la tendencia iniciada en el 2006. En diciembre del 2007, este coste superaba en unos 190 puntos básicos el mínimo registrado en el verano del 2005. A partir de junio del 2007, los rendimientos de los valores de renta fija privada crecieron a un ritmo mayor que los de la deuda pública comparable, de forma que los diferenciales se ampliaron en consecuencia en el segundo semestre del año. Es probable que el incremento de los diferenciales respondiera a la percepción de un aumento del riesgo de crédito y de liquidez entre los inversores de todo el mundo, así como a un incremento de la volatilidad de los mercados financieros tras un largo período de diferenciales altamente reducidos³.

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras mediante acciones cotizadas también se elevó progresivamente en el transcurso del 2007, a pesar de las subidas que experimentaron las cotizaciones bursátiles (medidas, por ejemplo, en función del índice amplio de la zona del euro) en el primer semestre del año. En la segunda mitad del 2007, las caídas de las cotizaciones bursátiles contribuyeron a incrementar el coste de emisión de acciones. Sin embargo, el cálculo de este coste se basa en determinadas hipótesis en relación con los flujos de efectivo futuros esperados de las empresas y, por tanto, los resultados deben interpretarse con cierta cautela.

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

(en porcentaje)



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

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

3 Véase el recuadro titulado «La reciente reevaluación del riesgo de crédito», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2007.

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

La demanda de financiación externa por parte de las sociedades no financieras mantuvo su vigor durante el 2007, continuando la tendencia al alza observada desde finales del 2004. En el cuarto trimestre, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras fue del 5%, frente a un promedio del 4% en el 2006. Esta evolución se vio impulsada, principalmente, por un aumento de la contribución de los préstamos concedidos por las IFM, con un incremento más limitado de la contribución de los valores de renta fija y de las acciones cotizadas (véase gráfico 21).

La demanda de financiación externa mantuvo su vigor, a pesar de que se generaron abundantes recursos financieros internos. En concreto, los beneficios permanecieron en niveles elevados a lo largo del 2007, según datos agregados de las empresas obtenidos de los estados financieros

de las sociedades cotizadas (véase gráfico 20)⁴. Sin embargo, también debe tenerse en cuenta que, mientras que las expectativas de beneficios en la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados a lo largo del año, en el último trimestre del 2007 aumentó significativamente el número de empresas cotizadas de la zona del euro que revisaron sus previsiones de beneficios a la baja.

La tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a aumentar, en general, en el 2007, continuando la tendencia observada desde principios del 2004. Esta tasa de crecimiento se situó en el 14,5% en diciembre del 2007 y se

4 La sólida evolución reciente de los beneficios de las empresas de la zona del euro también parece que ha sido generalizada en todos los países de la zona. Véase asimismo el recuadro titulado «Volatilidad y dispersión por países de los beneficios de las empresas de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2007.

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

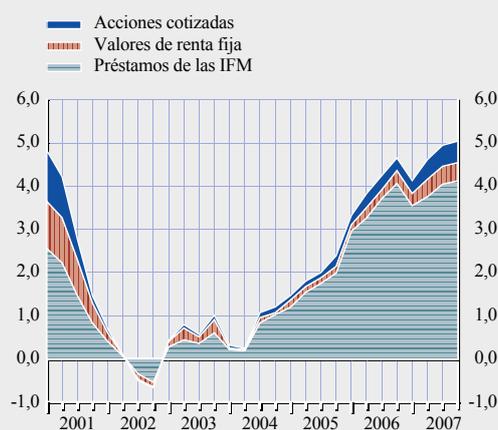
(datos trimestrales; en porcentaje)



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

Gráfico 21 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

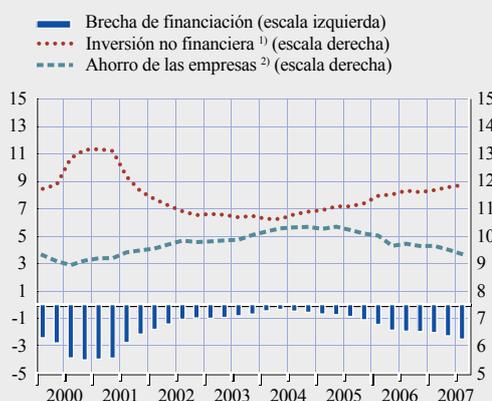
elevó al 14,6% en enero del 2008. De hecho, esta dinámica de crecimiento de los préstamos no se había observado desde la introducción del euro en el año 1999. Por consiguiente, de acuerdo con cifras objetivas, no hubo señales de un debilitamiento del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras a raíz de las recientes turbulencias de los mercados de crédito. Parte de la fortaleza persistente del crecimiento de estos préstamos en la zona del euro puede explicarse por los dos factores siguientes. En primer lugar, en opinión de las entidades de crédito, según la valoración de la situación que recogen las últimas encuestas sobre préstamos bancarios, las necesidades de financiación relacionadas con la actividad económica real –especialmente en cuanto se refiere a existencias, capital circulante e inversiones en capital fijo– siguen explicando el incremento continuo de la demanda de préstamos. En segundo lugar, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras también podría haber estado sustentado en un cierto alejamiento de la financiación mediante valores de renta fija, ante las condiciones más difíciles de los mercados de renta fija privada en los últimos meses del 2007. En cambio, otros factores de carácter más financiero, como la reducción de las necesidades de financiación para fusiones y adquisiciones, o los aumentos del coste de financiación, contribuyeron probablemente a moderar la demanda de préstamos. A este respecto, las condiciones de financiación menos favorables para las propias entidades de crédito también pudieron haber contribuido a debilitar dicha demanda, ya que las entidades trasladaron estas condiciones a los créditos que concedieron a las empresas.

La financiación de mercado, a través de valores tanto de renta fija como variable, también aumentó, en consonancia con el crecimiento de la financiación bancaria a las empresas, aunque en una medida mucho más reducida. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras ascendió desde el 4,5%, aproximadamente, registrado a principios de año hasta el 10,1% observado en julio del 2007, lo cual constituyó un incremento significativo,

en especial en comparación con el crecimiento relativamente moderado de años anteriores. Más recientemente, la tasa de crecimiento interanual de los citados valores ha disminuido ligeramente. El análisis de la evolución a corto plazo de los datos desestacionalizados indica que el descenso de las emisiones netas por parte de este sector fue mucho más notable a partir de agosto del 2007. Esta trayectoria puede haberse debido a la ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada a raíz de los problemas de los mercados de crédito, así como a la contracción de las actividades de fusión y adquisición. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras tendió a elevarse levemente en el 2007, pero se mantuvo en niveles moderados. La modesta contribución total de las emisiones netas de acciones cotizadas a la financiación neta del sector empresarial en la zona del euro tuvo, probablemente, su origen tanto en el hecho de que el coste real de las acciones era significativamente superior al coste real de la financiación mediante deuda, como en la abundante disponibilidad de recursos internos. Asimismo, las emisiones brutas crecieron ligeramente en el 2007, favorecidas por la evolución de las salidas a bolsa y de las ofertas públicas de venta.

Gráfico 22 Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales

(en porcentaje del PIB; medias móviles de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.

1) Incluye existencias y activos no financieros acumulados.

2) Incluye transferencias netas de capital.

El aumento total de la financiación externa de las sociedades no financieras puede obedecer a la ampliación de la brecha de financiación o endeudamiento neto, calculado como la diferencia entre el ahorro de las empresas y la inversión no financiera (véase gráfico 22). El incremento de la brecha de financiación experimentado por las sociedades no financieras de la zona del euro en el 2006 y en los tres primeros trimestres del 2007 fue consecuencia del crecimiento de la inversión real y del descenso del ahorro empresarial. En un entorno de sólidos beneficios de explotación, la disminución del ahorro empresarial obedeció, principalmente, al aumento de los pagos de intereses, pero también al hecho de que las empresas repartieron una proporción mayor de beneficios en dicho período.

INCREMENTO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS

Por lo que respecta a la evolución de la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro, el fuerte aumento de la financiación mediante deuda volvió a elevar los ratios de deuda, continuando la tendencia observada

desde principios del 2005 (véase gráfico 23). En ese sentido, en el último trimestre del 2007, los ratios estimados de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación subieron hasta el 78% y el 386% respectivamente. Tras un acusado ascenso de la deuda en la segunda mitad de la década de los noventa, al que siguió un período de consolidación en los años 2002 a 2004, los ratios de deuda de las sociedades no financieras se han elevado de manera continua en los tres últimos años. A diferencia de la ratio de deuda sobre beneficios, la ratio de deuda en relación con los activos financieros permaneció estable en los tres primeros trimestres del 2007, tras registrar una tendencia descendente desde el primer trimestre del 2003. Como consecuencia de los recientes aumentos de la deuda y de las subidas de tipos de interés, la carga de intereses neta de las sociedades no financieras creció significativamente en el transcurso del 2007.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En el 2007, la inflación, medida por el IAPC general, se situó, como promedio, en el 2,1%, 0,1 puntos porcentuales por debajo de los niveles de los dos años anteriores (véase cuadro 1). Sin embargo, la media del 2007 es el resultado de dos perfiles distintos de la evolución del IAPC a lo largo del año: las tasas de inflación interanual se mantuvieron en general estables, por debajo del 2%, hasta el final del verano, y crecieron luego rápidamente. En septiembre del 2007, la inflación en términos de precios de consumo se elevó ligeramente por encima del 2% por primera vez desde agosto del 2006, aumentando, posteriormente, hasta el 3,1%, en noviembre y diciembre del 2007.

La evolución de la inflación medida por el IAPC observada en el 2007 estuvo determinada, en gran parte, por fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos (véase gráfico 24). Los efectos que el incremento de los precios del petróleo de comienzos del 2007 tuvo sobre el componente energético del IAPC fueron atenuados por efectos de base favorables hasta julio del 2007; posteriormente, la escalada de los precios del petróleo sumada a efectos de

Gráfico 23 Ratios de deuda de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el cuarto trimestre del 2007.

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 Ene.	2008 Feb.
IAPC y sus componentes										
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energía	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Servicios	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Precios del petróleo (euro/barril) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Precios de las materias primas ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

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

Nota: Los datos de precios industriales se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero del 2008 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

2) Excluida la construcción.

3) Brent (para entrega en un mes).

4) Excluida la energía; en euros.

base desfavorables resultó en una contribución sustancial de este componente a la inflación medida por el IAPC general. Los precios de los alimentos no elaborados registraron altas tasas de variación interanual en la mayor parte del 2007, y el crecimiento de los precios de los alimentos elaborados se aceleró a partir de finales del verano, contribuyendo apreciablemente al aumento de la inflación observado en los últimos meses del año.

Además, en el 2007, la subida de 3 puntos porcentuales del IVA, que entró en vigor en Alemania el 1 de enero de dicho año, influyó de forma significativa en la inflación medida por el IAPC.

Aunque los costes laborales se mantuvieron en una senda moderada hasta el tercer trimestre del 2007, los costes laborales unitarios se elevaron ligeramente, como consecuencia del descenso del crecimiento de la productividad del trabajo.

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y DE LOS ALIMENTOS INFLUYÓ DE FORMA SIGNIFICATIVA EN LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

Si se examina con más detalle la evolución del IAPC en el 2007, se observa que los aumentos de los precios del petróleo y los efectos de

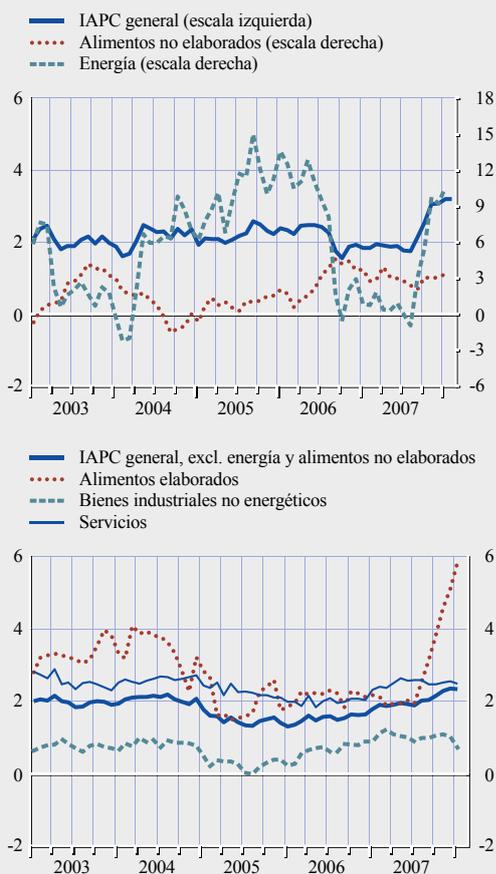
base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía, unidos a las subidas de los precios de los alimentos, influyeron de forma significativa en el perfil de la inflación medida por el IAPC.

A mediados de enero del 2007, la fuerte tendencia a la baja de los precios del petróleo que había empezado a observarse en los mercados internacionales en agosto del 2006 se detuvo y los precios volvieron a subir. En diciembre del 2007, los precios del petróleo en euros eran un 32% más altos que el año anterior⁵. En varios meses del período enero-julio del 2007, los efectos del aumento de los precios del petróleo sobre el componente energético del IAPC se redujeron, como resultado de efectos de base favorables derivados de la pronunciada subida de los precios de la energía registrada un año antes. A partir de septiembre del 2007, el intenso crecimiento de los precios del petróleo, unido a efectos de base desfavorables, incrementó sustancialmente la contribución del componente energético a la inflación medida por el IAPC

5 El precio medio anual en euros de un barril de Brent no varió prácticamente en el 2007, mientras que en el 2006 los precios del petróleo se elevaron, en promedio, un 19% con respecto a los del 2005.

Gráfico 24 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 25 Contribuciones al IAPC, por componentes

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

general (véase gráfico 25). En el cuarto trimestre del año, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se situó en el 8,1%, frente a la media del 0,8% observada en los tres primeros trimestres del año. Aunque los efectos de base influyeron en la evolución mensual de la inflación interanual medida por el IAPC, los de signo favorable se compensaron con los desfavorables, en general, en el conjunto del año, con lo que la contribución del componente energético a la inflación en el 2007 reflejó las subidas de los precios del petróleo registradas a lo largo del año (véase recuadro 4).

La contribución del otro componente más volátil de la inflación, es decir, los precios de los

alimentos no elaborados, a la tasa de inflación medida por el índice general aumentó también en el 2007, tras la aceleración del crecimiento de este componente en el 2006. Los precios de los alimentos no elaborados registraron una elevada tasa de variación interanual durante la mayor parte del 2007, aunque su evolución mensual se caracterizó por una considerable volatilidad, como consecuencia, principalmente, de las variaciones de los precios de las frutas y hortalizas, que se vieron afectados por las malas condiciones meteorológicas observadas en Europa, especialmente en la primavera del 2007. Los precios de la carne, que habían subido de forma sostenida en el 2006, siguieron registrando altas tasas de variación interanual

en el 2007. En parte, esta evolución fue reflejo de los aumentos de los precios de los piensos en los mercados internacionales y de los costes de otros bienes intermedios.

Recuadro 4

INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE DE LA ENERGÍA SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN EL 2007

La tasa de inflación interanual medida por el IAPC se elevó de forma significativa en el transcurso del 2007, hasta situarse en diciembre en el 3,1% (nivel no observado desde mayo del 2001), frente al 1,9% de noviembre del 2006. Este aumento fue casi enteramente resultado de tres pronunciadas subidas consecutivas de la inflación interanual, registradas en septiembre, octubre y noviembre, y estuvo determinado, en gran medida, por las notables contribuciones de los precios de los componentes de energía y de alimentos elaborados (véase gráfico A).

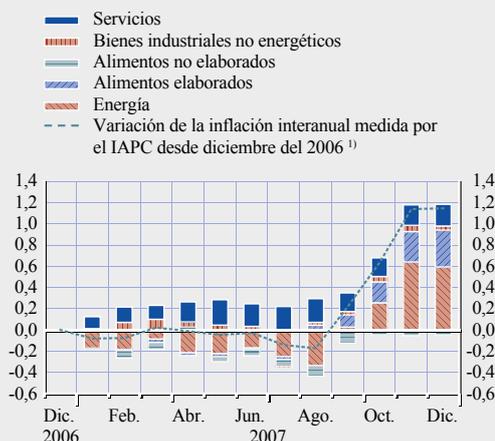
Es importante establecer en qué medida las variaciones de la tasa de inflación interanual reflejan la evolución de los precios en el año en curso (es decir, los cambios efectivos observados de un mes a otro) y en qué medida recogen la variabilidad de los precios del año anterior, a través del denominado «efecto de base»¹. En este recuadro se analiza la incidencia de los efectos de base, especialmente de los derivados de los precios de la energía, en la evolución reciente de la inflación medida por el IAPC, y se considera su posible impacto en el 2008.

La determinación de un perfil mensual estacional para cada componente del IAPC permite separar la contribución de los efectos de base de la contribución de la evolución actual a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC (véase gráfico B)².

Tal y como estaba previsto, en el 2007 los efectos de base incidieron sustancialmente en la inflación medida por el índice general³. En el transcurso del año, las principales contribuciones mensuales procedieron de los efectos de base del componente de precios de la energía, como

Gráfico A Contribuciones a la variación de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre del 2006

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculada como la diferencia entre las tasas de variación interanual medida por el IAPC en un determinado mes y en diciembre del 2006.

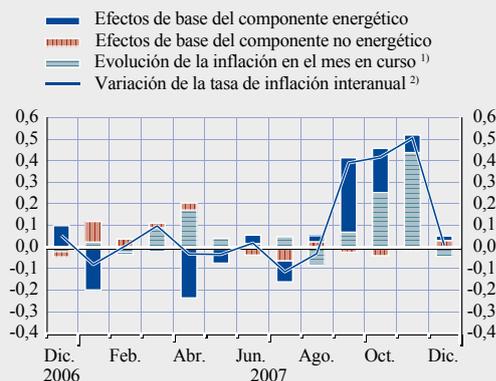
1 El efecto de base puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior) con respecto al perfil usual o «normal», teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales.

2 La contribución de los efectos de base a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual se calcula como la desviación de la variación intermensual (sin desestacionalizar) registrada doce meses antes, con respecto a la variación intermensual «normal» estimada. La variación intermensual «normal» se obtiene añadiendo un factor estacional estimado para cada mes a la variación media intermensual observada desde enero de 1995.

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

Gráfico B Desagregación de la variación mensual de la inflación interanual medida por el IAPC

(puntos porcentuales)



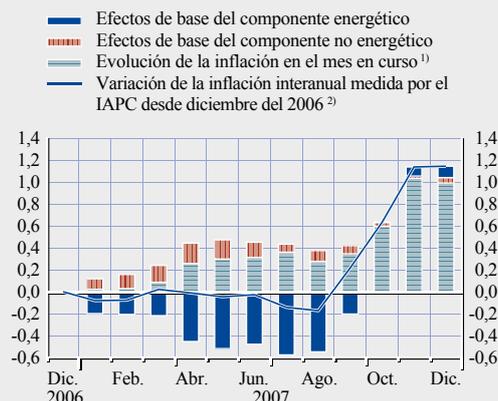
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculada como la diferencia entre la variación de la tasa de inflación interanual y los efectos de base combinados de los componentes energéticos y no energéticos.

2) Calculada como la diferencia entre la tasa de inflación interanual en dos meses consecutivos.

Gráfico C Desagregación de la variación de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre del 2006

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculada como la diferencia entre la variación de la tasa de inflación interanual desde diciembre del 2006 y los efectos de base acumulados de los componentes energéticos y no energéticos desde diciembre del 2006.

2) Calculada como la diferencia entre las tasas de inflación interanual medida por el IAPC en un determinado mes y en diciembre del 2006.

consecuencia de la volatilidad intermensual de los precios del petróleo observada en el 2006. Desde enero a julio del 2007, los efectos de base del componente energético tuvieron una incidencia favorable, a la baja, sobre la inflación medida por el índice general, mientras que, en el segundo semestre del año, tuvieron una incidencia desfavorable sobre la tasa de variación interanual del IAPC, especialmente en septiembre y octubre. En general, los efectos de base de los componentes no energéticos fueron relativamente reducidos en el 2007.

No obstante, en el último trimestre del año la evolución de la inflación estuvo principalmente determinada por el comportamiento intermensual de los precios, debido al repunte de los precios de la energía y también de los alimentos elaborados. Especialmente en noviembre, la mayor parte de la contribución del componente energético al aumento de la inflación medida por el IAPC fue resultado de la transmisión de las recientes subidas de los precios del petróleo en los mercados internacionales. Además del impacto de los precios del crudo, se observó algún incremento del margen del refino, reflejo de los mayores beneficios de los proveedores de energía. Por el contrario, en diciembre la tasa de inflación medida por el índice general estuvo sometida a ciertas presiones a la baja de los precios de la energía, que se compensaron, en general, con nuevas presiones al alza de los precios de los alimentos elaborados. La caída de los precios del componente energético fue consecuencia, básicamente, del impacto del descenso de los precios del crudo registrado a lo largo del mes, mientras que el efecto de base de los precios de la energía de un año antes fue casi inapreciable.

Para el conjunto del año, los efectos de base totales de los componentes energéticos y no energéticos tuvieron una incidencia acumulada relativamente escasa sobre la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, ya que los efectos de base favorables y desfavorables se compensaron prácticamente (véase gráfico C).

En general, de la subida total de 1,1 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual del IAPC observada entre diciembre del 2006 y diciembre del 2007, sólo 0,1 puntos porcentuales fueron reflejo de la incidencia acumulada al alza de los efectos de base del componente energético, mientras que el punto porcentual restante reflejó la evolución de los precios en el 2007. Por lo tanto, parece que la mayor parte del aumento total de la inflación interanual medida por el IAPC fue resultado de la evolución actual de la inflación.

De cara al futuro, cabe esperar que la tasa de inflación medida por el IAPC se modere en el transcurso del 2008, siempre que se registre cierta corrección de los recientes aumentos de los precios de la energía y de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales, en línea con los precios de los contratos de futuros. En el 2008, se espera que los efectos de base totales de los precios energéticos y no energéticos tengan una acusada incidencia acumulada a la baja sobre la inflación (cerca de 1,1 puntos porcentuales en los doce meses transcurridos hasta diciembre del 2008)⁴. Esta incidencia se observará, predominantemente, hacia el final del año, dado que las marcadas subidas de los precios de la energía y de los alimentos registradas en el segundo semestre del 2007 desaparecerán de la comparación interanual doce meses más tarde. Sin embargo, la medida en que estos efectos de base negativos reducirán también la inflación medida por el IAPC depende, fundamentalmente, de la ausencia de nuevas perturbaciones de los precios del petróleo y de los alimentos y de la evolución moderada de los demás componentes del IAPC, lo que requiere, en particular, que no se produzcan efectos de segunda vuelta.

4 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2008.

Al incremento de la inflación observado a finales del 2007 contribuyeron de forma significativa los precios de los alimentos elaborados, que comenzaron a registrar tasas de crecimiento más altas al final del verano. En el último trimestre del año, la tasa de variación interanual de los alimentos elaborados alcanzó el 4,5%, el nivel más elevado observado desde el inicio de la Unión Monetaria en 1999. El aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se produjo en el contexto de las acusadas subidas de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados internacionales, como resultado de una combinación de factores transitorios y de factores estructurales (véase recuadro 5). Los subcomponentes de «pan y cereales», y de «leche, queso y huevos», fueron los más afectados.

En el 2007, los precios de los bienes industriales no energéticos experimentaron una subida del 1%, superior a la registrada en años anteriores. Esta aceleración fue reflejo, principalmente, de la subida del IVA alemán, de las presiones

sobre los costes de los bienes intermedios señalizadas por los precios de producción de los bienes de consumo de la zona del euro y del nivel históricamente alto de utilización de la capacidad productiva observado en todo el año en el sector manufacturero. Estos efectos compensaron con creces las menores presiones sobre los precios de importación, reflejo de la evolución del tipo de cambio, en un contexto de fuerte competencia internacional. Por último, la inflación en los precios de los servicios creció de forma acusada a comienzos del 2007, como consecuencia, en gran parte, del aumento del IVA alemán, y se mantuvo en niveles elevados a lo largo de todo el año.

Mientras que la tasa media de variación interanual del IAPC general permaneció prácticamente estable, en el 2007, la del IAPC, excluidos los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía, aumentó hasta el 2% en el 2007, frente al 1,5% registrado en los dos años anteriores. Este indicador, que se vio afectado por el aumento del IVA llevado a cabo en Alemania al principio

del año, se mantuvo estable en el 1,9% desde febrero hasta julio del 2007, y volvió a ascender en agosto, como resultado, fundamentalmente, de las pronunciadas subidas de los precios de los alimentos elaborados. Al final del año, la

inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, había alcanzado el 2,3%, el nivel más alto observado desde finales del 2002.

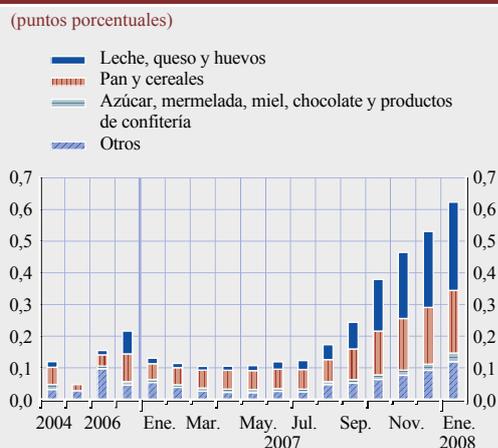
Recuadro 5

INFLACIÓN EN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS EN LA ZONA DEL EURO

La inflación en los precios de los alimentos aumentó fuertemente en la zona del euro en el segundo semestre del 2007, en términos tanto de precios de producción como de consumo. Los precios de producción de los alimentos y bebidas se elevaron, en promedio, un 4,5% en el 2007, la tasa más alta registrada en más de seis años. Los precios de los alimentos del IAPC aumentaron un 4,3% en diciembre del 2007, desde el 2,4% observado, en promedio, en el 2006. Este incremento fue resultado, principalmente, del comportamiento del componente de alimentos elaborados, en el que los precios de los subcomponentes de pan y cereales, y de leche, queso y huevos subieron de forma particularmente acusada (véase gráfico A). En el segundo semestre del 2007, los precios de los alimentos influyeron notablemente en el aumento de la inflación medida por el IAPC general. En este recuadro se analizan los posibles factores determinantes de la evolución de la inflación en los precios de los alimentos en la zona del euro y se consideran las perspectivas de cara al futuro.

El aumento de la inflación en los precios de los alimentos observado en la zona del euro es reflejo, en gran medida, de factores mundiales. En el 2007, los precios de varios productos agrícolas, como los cereales y las semillas oleaginosas, subieron de forma significativa en los mercados internacionales (véase gráfico B).

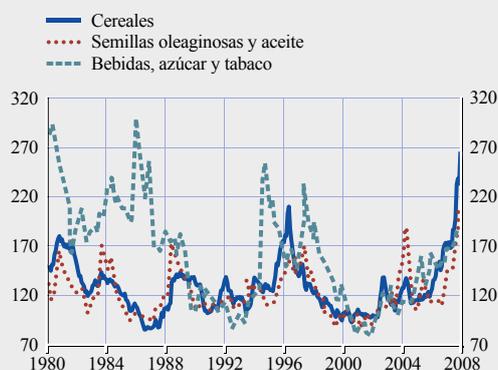
Gráfico A Contribuciones de los precios de los alimentos elaborados a la inflación interanual medida por el IAPC



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: El panel de la izquierda muestra las contribuciones anuales para los años 2004-2007.

Gráfico B Evolución de los precios de los alimentos y de las bebidas tropicales

(datos mensuales en dólares USA; índice: 2000 = 100)



Fuentes: Hamburg Institute of International Economics y cálculos del BCE.
 Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2007.

Componente de alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderaciones		Medias		2007 Dic.	2008 Ene.
	2007	2005	2006	2007		
Bélgica	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Alemania	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irlanda	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grecia	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
España	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Francia	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italia	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxemburgo	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Países Bajos	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Austria	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugal	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Eslovenia	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finlandia	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Zona del euro	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En parte, estas subidas fueron resultado de factores transitorios (como las condiciones meteorológicas adversas observadas en algunos importantes países exportadores de productos agrícolas), que afectaron al suministro mundial de esta clase de productos. Los altos precios de la energía elevaron el coste de los bienes intermedios intensivos en energía para la agricultura, como los fertilizantes, los combustibles para el transporte y la maquinaria. Además, la escalada de los precios de los alimentos en los mercados internacionales fue también impulsada por el fuerte incremento de la demanda mundial de productos alimentarios, como consecuencia de cambios en los patrones de consumo de alimentos en numerosas economías en desarrollo y de la aparición de nuevas fuentes de demanda de algunos productos agrícolas, en particular para la producción de biocombustibles. Dado que se trata de cambios estructurales, es probable que su impacto alcista sobre los precios internacionales de los alimentos se mantenga en el futuro. Las subidas de los precios de los productos lácteos pueden haber reflejado también la estructura diferente de los mercados de la leche en los distintos países europeos, además de los aumentos de los precios en los mercados internacionales de la leche, de los piensos y de otros bienes intermedios.

Subrayando el carácter internacional de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos, en el 2007 estos precios subieron simultáneamente fuera de la zona del euro en varias de las principales economías mundiales. Por otro lado, los precios de los componentes de los alimentos que contribuyeron en mayor medida a la inflación de la zona del euro (como los cereales y los productos lácteos) aumentaron también en estas economías, lo que sugiere que estas subidas fueron consecuencia de una perturbación común.

La medida en que la perturbación de los precios internacionales de los alimentos afectó a los precios de cada uno de los países de la zona del euro varió considerablemente en términos de velocidad y de magnitud. Por ejemplo, en el 2007 la tasa de variación interanual del componente de los alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, se situó entre, por un lado, el 5,7% de Eslovenia (el nivel más alto alcanzado en la zona del euro) y, por otro, el 0,7% de Francia y el 0,8% de Finlandia, países en los que la tasa de inflación se mantuvo muy por debajo de la media de la zona del euro (véase cuadro). Los datos más recientes muestran una mayor inflación en los precios de los alimentos elaborados en estos dos últimos países.

Los mercados minoristas de alimentos están tradicionalmente segmentados por países. A este respecto, las diferencias que presentan las condiciones de la demanda, las estructuras de mercado, los niveles de precios de los alimentos y la presión de la competencia en los sectores minoristas y de distribución pueden estar en el origen de las distintas reacciones de los precios de consumo de los alimentos ante una perturbación externa que se observan en cada país.

De cara al futuro, las perspectivas para los precios internacionales de los alimentos y los de la zona del euro siguen siendo muy inciertas. Aunque la oferta de productos agrícolas debería, en última instancia, responder al aumento de la demanda, el período de convergencia podría ser más prolongado de lo previsto. Por otra parte, la evolución de los precios de los alimentos depende de varios factores que son difíciles de predecir, como los avances tecnológicos y posibles cambios en la política energética. En general, los riesgos parecen apuntar al alza.

MENOR INFLACIÓN MEDIA EN LOS PRECIOS INDUSTRIALES Y PRESIONES AL ALZA HACIA FINALES DEL 2007

La inflación en los precios industriales se redujo en la primera parte del año, como consecuencia, principalmente, de los efectos de base del componente energético, y se elevó, posteriormente, bajo el influjo de los precios de la energía y de los alimentos.

En el 2007, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se situó en el 2,8%, muy por debajo de los niveles registrados en los dos años anteriores. La inflación en los precios industriales, que había alcanzado un máximo del 6% en julio del 2006, descendió gradualmente, hasta el 1,8%, en julio del 2007, como resultado, en gran medida, de los efectos de base del componente energético. A partir de septiembre del 2007, el incremento de las tasas de variación interanual de los precios industriales de la energía, impulsado por las subidas de los precios del petróleo y por efectos de base, y el aumento de los precios industriales de los alimentos elevaron la inflación en los precios industriales, que alcanzó el 4,3% en diciembre del 2007.

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó ligeramente en el transcurso del año, aunque se mantuvo en niveles elevados. Esta evolución fue reflejo de los distintos comportamientos de los principales componentes (véase gráfico 26).

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios siguió experimentando una desaceleración gradual en el transcurso del 2007, descendiendo desde el nivel máximo del 6,5% alcanzado en agosto del 2006 hasta el 3,5% registrado en diciembre del 2007. En la primera parte del año, los precios de los bienes intermedios estuvieron todavía sometidos a las presiones al alza generadas por la subida de los precios de las materias primas industriales,

Gráfico 26 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)

	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Salarios negociados	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Costes laborales totales por hora	2,7	2,6	xx	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	xx	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	0,7	1,3	xx	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Costes laborales unitarios	1,0	0,9	xx	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de remuneración por asalariado, productividad del trabajo y costes laborales unitarios se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

su principal factor determinante. La posterior reducción de los precios de estas materias primas en los mercados internacionales, unida a la apreciación del euro, moderó la evolución de los precios en varias parcelas del sector de bienes intermedios. Los precios de los productos alimentarios experimentaron fuertes subidas en el tercer trimestre del año, tras la escalada de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados internacionales (véase recuadro 5). La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo invirtió su tendencia al alza en junio del 2007 y descendió hasta el 1,5% en el cuarto trimestre del año, reflejo de los efectos favorables de la apreciación del euro.

En las fases finales de la cadena de producción, los precios de los bienes de consumo continuaron mostrando la tendencia alcista observada desde mediados del 2005. La tasa de variación interanual del índice general de precios de consumo subió al 3,9% en diciembre del 2007, el nivel más alto registrado desde el inicio de la Unión Monetaria en 1999. Esta evolución estuvo determinada, básicamente, por los precios de los bienes de consumo no duradero, cuyo crecimiento se aceleró a partir de julio, reflejo de las presiones sobre los precios internacionales de los alimentos, que hicieron subir los precios de consumo de estos productos. Sin embargo, si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo permaneció estable en torno al 1,3% a lo largo del año.

EVOLUCIÓN MODERADA DE LOS COSTES LABORALES

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo moderada en el 2007. La tasa media de crecimiento interanual en los tres primeros trimestres del año se situó en el 2%, ligeramente por debajo de la tasa media de crecimiento registrada en el 2006 (véase cuadro 2). Los datos por sectores indican que, al igual que en el año anterior, en el 2007 las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado fueron más altas en el sector industrial que en el sector servicios, en consonancia con la evolución de la productividad sectorial (véase gráfico 27). En el sector industrial, la tasa media de crecimiento en

Gráfico 27 Remuneración por asalariado, por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

los tres primeros trimestres del 2007 se mantuvo, en general, en línea con la evolución observada desde el inicio del 2006. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, aún siendo ligeramente más elevada en el sector de la construcción que en el sector industrial, se moderó en el transcurso del año, ante las primeras señales de desaceleración del empleo en este sector. En los tres primeros trimestres del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios fue más reducida que en los dos años anteriores.

La tasa media de crecimiento de los costes laborales totales por hora en los tres primeros trimestres del 2007 fue inferior a la tasa de crecimiento registrada en el 2006. La contención de las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales totales por hora fue consecuencia, en parte, de los efectos moderadores de los recortes de las cotizaciones sociales llevados a cabo en algunas economías de la zona del euro en el 2007.

Otros indicadores de costes laborales disponibles confirman la moderación salarial observada en el 2007. En ese año, el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro se situó, como promedio, en el 2,1%, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el 2006, aunque la evolución de los salarios mostró considerables variaciones entre los distintos países. El descenso del desempleo parece haber tenido un impacto relativamente moderado sobre los acuerdos salariales. Las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos, los cambios en la composición de la oferta de trabajo y del empleo y la competencia internacional contribuyeron a la persistente moderación de los costes laborales en la zona del euro.

Pese a la moderación salarial, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó ligeramente en el transcurso del año, reflejo, en gran medida, del menor crecimiento de la productividad del trabajo. La tasa media de crecimiento de los costes laborales unitarios se situó en el 1,1% en los tres

primeros trimestres del 2007, frente al 0,9% y al 1% de los dos años anteriores. El aumento de los costes laborales unitarios dio lugar a cierta desaceleración del crecimiento de los beneficios en el transcurso del 2007. El indicador global de márgenes de beneficio, medido como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB y la de los costes laborales unitarios, siguió señalando un vigoroso crecimiento de los beneficios hasta el tercer trimestre del 2007, aunque a un menor ritmo que en el 2006. La tasa media de crecimiento de los márgenes de beneficio en los tres primeros trimestres del 2007 se situó en el 0,6%, frente al 0,8% registrado en el 2006.

DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Manteniendo la desaceleración observada en el segundo semestre del 2005 y en el 2006, el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, que no se incluyen en el IAPC, disminuyó en el primer semestre del 2007 (véase gráfico 28). Según las últimas estimaciones, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales del conjunto de la zona del euro descendió hasta situarse en el 5% en el primer semestre del 2007, desde el 6,1% del segundo semestre del 2006. Los datos nacionales disponibles sugieren que la moderación de la inflación en los precios de la

Gráfico 28 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.

Nota: Los datos relativos al 2007 se refieren al primer semestre del año.

vivienda de la zona del euro fue particularmente acusada en los países que han registrado aumentos relativamente elevados de los precios de los inmuebles residenciales en los últimos años, como Bélgica, Irlanda, España, Francia y Malta. Por el contrario, en Italia, Países Bajos y Austria, los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los precios de la vivienda observado en el 2007 no experimentó cambios significativos con respecto al registrado en el 2006. En Alemania, los precios de la vivienda volvieron a subir ligeramente en el 2007, tras un período de comportamiento más contenido hasta el 2005.

EVOLUCIÓN DE LAS PERCEPCIONES Y DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En vista del aumento de la inflación observada hacia finales del 2007, las percepciones y las expectativas de inflación cobraron una considerable importancia en la evaluación de la evolución futura de la inflación. Según la encuesta de la Comisión Europea, la medida de las percepciones cualitativas de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses anteriores experimentó un aumento significativo en el segundo semestre del 2007, tras la elevación de la inflación observada, situándose en niveles alcanzados por última vez con ocasión de la puesta en circulación del euro en enero del 2002 (véase gráfico 29)⁶. En contraste con el 2002, las expectativas de inflación de los consumidores para los próximos doce meses se incrementaron también, aunque en menor medida, en el segundo semestre del 2007. De forma similar, la información obtenida de los expertos en previsión económica indicó que las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas se mantuvieron en el 1,9%, según datos de octubre del 2007 del Consensus Economics Forecasts, y ascendieron al 2%, según el Barómetro de la Zona del Euro de enero del 2008 y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2008. Por otro lado, las tasas de inflación implícitas derivadas de los bonos y *swaps* iniciados con la inflación de la zona del euro se elevaron después de septiembre del 2007, lo que sugiere que las expectativas de

Gráfico 29 Percepciones y expectativas cualitativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación



inflación o las primas de riesgo de inflación se han incrementado en los mercados financieros (véase también sección 2.2 del presente capítulo).

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO

EVOLUCIÓN FAVORABLE DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL 2007

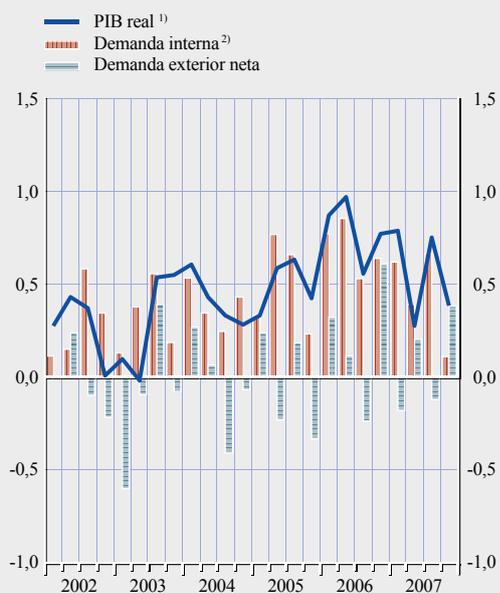
En el 2007, la evolución económica fue favorable, en general, aunque el crecimiento experimentó una moderada desaceleración durante el año. En promedio, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 2,6% en el 2007, ligeramente inferior al 2,8% del 2006 y superior a las tasas de crecimiento registradas en años anteriores (véase gráfico 30).

La desaceleración del crecimiento del PIB en el 2007 tuvo su origen, principalmente, en la evolución del consumo privado y de la inversión residencial. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

⁶ Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones y las expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2007.

Gráfico 30 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales, datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.
 1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.
 2) Definida como la demanda interna excluida la variación de existencias.

Gráfico 31 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Nota: Los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985 para los indicadores de confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995 para el de los servicios. Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

fue de 0,4 puntos porcentuales, duplicando la del 2006 (véase cuadro 3).

Entre los factores determinantes de la ralentización del crecimiento, aparte del efecto de impacto único sobre el consumo de la subida del IVA en Alemania, fue especialmente significativo el efecto negativo de la subida de los precios de los alimentos y la energía sobre la renta real disponible de los hogares y sobre la confianza de los consumidores y las empresas. La evolución de la inflación y, posteriormente, las turbulencias financieras que comenzaron en agosto y que estuvieron estrechamente vinculadas a la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, contribuyeron al deterioro de las expectativas de los consumidores y las empresas en el segundo semestre del 2007. Por otra parte, el deterioro de la situación en los mercados de la vivienda de varios países de la

zona del euro contribuyó a la moderación de la actividad económica.

Pese a la creciente incertidumbre observada en el segundo semestre del año, la economía de la zona del euro mostró una evolución positiva en el 2007, como se reflejó en el considerable y continuado descenso de la tasa de desempleo de la zona del euro, que cayó hasta el 7,1% en diciembre, el nivel más bajo observado en los últimos veinticinco años. Esta tendencia positiva se debe a la fortaleza de las variables fundamentales de la economía de la zona y, en particular, a la rentabilidad de las empresas y al intenso ritmo de creación de empleo.

El consumo privado creció un 1,4% en el 2007, frente al 1,8% del 2006. La senda de crecimiento del consumo en el 2007 estuvo relacionada, en gran medida, con la subida del IVA en Alemania en enero, que hizo que se adelantaran

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Producto interior bruto real	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>del cual:</i>													
Demanda interna ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Consumo privado	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Consumo público	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Formación bruta de capital fijo	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Variación de existencias ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Demanda exterior neta ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Exportaciones ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Importaciones ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excl. construcción	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Construcción	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Servicios de mercado ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Tasas de variación respecto al trimestre anterior.

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

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

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

6) Incluye comercio y reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios y de alquiler y actividades empresariales.

adquisiciones, especialmente de productos caros como los bienes de consumo duradero, para evitar la subida del impuesto. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del consumo privado de la zona del euro experimentó un acusado descenso, hasta el 1,4% en el primer trimestre del 2007, frente al 2,1% del cuarto trimestre del 2006. El consumo de los hogares se recuperó en los meses posteriores, una evolución acorde con la mejora de la renta real disponible de este sector, que se vio impulsada principalmente por la trayectoria positiva del empleo y, en menor medida, por el crecimiento de la riqueza real de los hogares. En el segundo semestre del año se observó un deterioro progresivo de la confianza de los consumidores, al parecer vinculado a las perturbaciones registradas en los mercados financieros, a la preocupación acerca del entorno exterior y al aumento de la inflación (véase gráfico 31). Sin embargo, se considera que las turbulencias financieras sólo causaron un impacto limitado sobre el consumo, aunque los criterios de aprobación aplicados al crédito al

consumo se endurecieron en los últimos meses del año, en contraste con la relajación neta de los criterios de concesión del crédito observada en trimestres anteriores.

Tras la fuerte recuperación observada en el 2006, el crecimiento de la inversión total fue intenso en el 2007, del 4,4% para el conjunto del año. Sin embargo, el ritmo de expansión se moderó gradualmente durante el año. La desaceleración más pronunciada correspondió a la inversión residencial, señalando el final de la fase expansiva del ciclo económico en la construcción, en un entorno de ralentización del crecimiento de los precios de la vivienda. La desaceleración de la inversión residencial fue más pronunciada en algunos países que habían experimentado un crecimiento muy rápido en los años precedentes. Como señalaron las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema, la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

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

	2005	2006	2007	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Población activa	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Empleo	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Agricultura ¹⁾	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.
Industria ²⁾	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.
excl. construcción	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.
construcción	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.
Servicios ³⁾	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.
Tasas de desempleo ⁴⁾													
Total	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Menores de 25 años	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
De 25 años o mayores	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

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

3) Excluye organismos extraterritoriales.

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

considerablemente en el cuarto trimestre del 2007, como consecuencia de una valoración menos positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda y del deterioro de la confianza de los consumidores.

Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron una vigorosa expansión, el 5,9% en el 2007, reflejo del acusado crecimiento de la demanda exterior, pese a la rápida apreciación del euro observada durante el año y a la fuerte competencia de China y de otros países asiáticos. Las importaciones de la zona del euro también registraron un pronunciado aumento impulsado por la fortaleza de la inversión empresarial y de las exportaciones, así como por la apreciación del euro. En general, la demanda exterior neta representó una contribución positiva, de 0,4 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB.

Desde una perspectiva sectorial, la actividad económica en el 2007 se apoyó principalmente en la evolución sostenida de los servicios. La tasa de crecimiento interanual de este sector descendió ligeramente, desde el 2,5% del 2006 hasta el 2,4% del 2007. La industria (excluida la construcción) mostró una notable capacidad de resistencia durante el año que estuvo estrechamente relacionada con el robusto crecimiento de las exportaciones, compensando

la desaceleración observada en la actividad constructora. El crecimiento del valor añadido en el sector de la construcción de la zona del euro experimentó un acusado descenso en el 2007, especialmente en el segundo semestre del año. Como se ha mencionado anteriormente, esta tendencia fue resultado, fundamentalmente, del deterioro de las expectativas relativas a los mercados de la vivienda, aunque en otras actividades constructoras, como la obra civil y la edificación no residencial, también se registró una desaceleración del crecimiento.

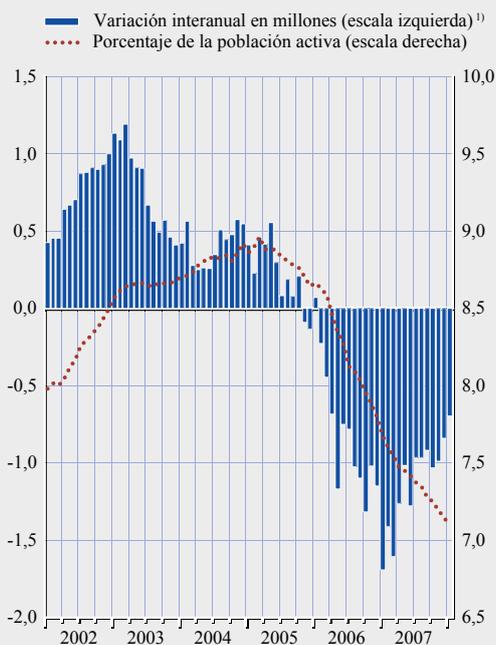
NUEVAS MEJORAS EN EL MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha registrado una clara mejora en los últimos años. Tras varios años de crecimiento moderado, el empleo aumentó un 1,5% en el 2006. La creación de puestos de trabajo fue más equilibrada por grupos de edad, sexo y nivel de estudios⁷. La intensa creación de empleo continuó en el 2007, con una tasa de crecimiento del 1,7%, la más elevada observada desde el 2001 (véase cuadro 4). No obstante, el crecimiento del empleo disminuyó en el segundo semestre del 2007, debido al deterioro de la situación económica.

⁷ Para más detalles, véase el recuadro 8 del Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2007.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

Desde una perspectiva sectorial, el mayor ritmo de crecimiento del empleo en el 2007 fue consecuencia, en parte, de la intensa creación de puestos de trabajo en la construcción, que registró una tasa de crecimiento interanual del 4,3% en el tercer trimestre del 2007, desde el 2,7% del 2006 en su conjunto. La prolongada contracción del empleo en la industria (excluida la construcción) se interrumpió en el 2007, ya que, por primera vez desde el 2001, se crearon empleos, en términos netos, aunque en un nivel muy moderado. El empleo en los servicios también creció con mayor rapidez, aumentando hasta el 2,2% en el tercer trimestre del 2007, desde una tasa media

del 2,1% en el 2006. Esta trayectoria estuvo fundamentalmente relacionada con la evolución de las actividades financieras y empresariales y del comercio y el transporte. En el segundo semestre del 2007, el crecimiento del empleo experimentó una desaceleración en estos subsectores de los servicios, al igual que en la construcción, donde la ralentización fue más pronunciada. La evolución de este último sector es un reflejo del fin de la fase de expansión cíclica en la construcción residencial y en otras actividades constructoras.

La tasa de desempleo, que comenzó a descender a principios del 2005 y se situó en el 7,9% en el cuarto trimestre del 2006, volvió a disminuir en el 2007, cayendo hasta el 7,1% al final del año (véase gráfico 32).

En el 2007, el número de desempleados descendió, en promedio, alrededor de 80.000 personas al mes. En general, la reducción del número de parados es consecuencia del crecimiento del empleo asociado a las condiciones cíclicas, así como del efecto de las reformas laborales y de la continuación de la moderación salarial.

El crecimiento de la productividad laboral en el conjunto de la economía, medido por el PIB real dividido por el empleo total, se incrementó sólo el 0,8% en el 2007, frente al 1,3% del 2006, año en que la productividad laboral alcanzó un máximo en el cuarto trimestre, con una tasa interanual del 1,6%. La aceleración de la productividad laboral observada en el 2006, que principalmente estuvo asociada a la fase de recuperación cíclica de la economía de la zona del euro, resultó ser transitoria, y la tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0,6% en el cuarto trimestre del 2007.

Recuadro 6

LA DISMINUCIÓN DEL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Durante los nueve últimos años, el empleo en la zona del euro ha aumentado a una tasa de crecimiento interanual del 1,3%. Desde el segundo trimestre del 2003, la tasa de paro de la zona del euro ha disminuido 1,5 puntos porcentuales, situándose en diciembre del 2007 en el 7,2%. Este descenso se debe no sólo a la recuperación económica sino, también, al efecto de la continuación de la moderación salarial y a las reformas introducidas en los mercados de trabajo de la zona.

En la evolución del desempleo en los últimos años pueden identificarse dos períodos (véase gráfico A). El primero fue el período comprendido entre mediados del 2003 y principios del 2005, en el que la tasa de paro aumentó con lentitud aunque de forma continua pese a la aceleración de la actividad económica. Le precedía un período en el que la tasa de paro aumentó con fuerza, desde un mínimo histórico del 7,8% a mediados del 2001, hasta el 8,7% a mediados del 2003. En el segundo período, que abarcó desde principios del 2005 hasta el 2007, la tasa de desempleo cayó considerablemente en un contexto de crecimiento económico sostenido, hasta alcanzar niveles no observados desde comienzos de la década de los ochenta. En términos absolutos, el desempleo ha disminuido en aproximadamente 1,6 millones de personas desde junio del 2003, absorbiendo el incremento registrado desde mediados del 2001 hasta mediados del 2003. En este recuadro se analiza la reducción del desempleo en la zona del euro desde el año 2003, centrando la atención, en particular, en la composición por grupos de edad, sexo, nivel de estudios y duración.

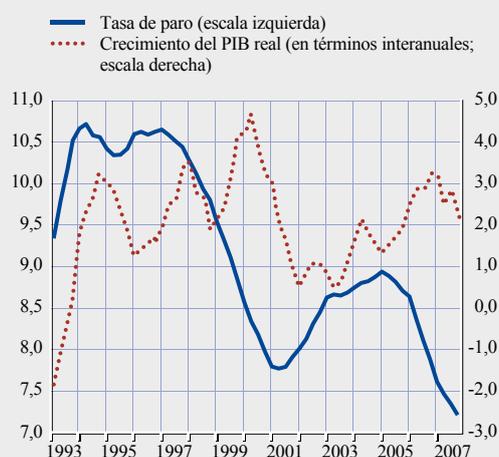
El fuerte crecimiento del empleo, principal motivo de la disminución del desempleo

La disminución del paro tuvo su origen en el vigoroso crecimiento del empleo. El empleo total ha estado creciendo a una tasa media del 0,3%, en términos intertrimestrales, desde mediados del 2003, en comparación con un aumento de sólo el 0,1% entre mediados del 2001 y mediados del 2003. Esta evolución supone un incremento de más de 7,5 millones de ocupados. Por sectores, los servicios representaron alrededor del 85% del crecimiento del empleo, mientras que el resto de los puestos de trabajo se crearon en la construcción. El empleo en la agricultura y la industria, excluida la construcción, continuó con la tendencia descendente.

Cabe destacar que la disminución del desempleo se ha producido en un contexto de incremento constante de la población activa, aunque en los dos últimos años esta última ha presentado signos de cierta desaceleración. El crecimiento de la población activa ha sido sostenido desde principios del 2003, con una tasa media interanual ligeramente por encima del 0,9%, principalmente como consecuencia de una tasa de actividad en aumento. En otras palabras, el dinamismo del empleo desde el

Gráfico A Evolución de la tasa de paro y del crecimiento del PIB en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Desempleo como porcentaje de la población activa.

Tasas de paro en la zona del euro por sexo, grupo de edad y nivel educativo

(porcentajes; puntos porcentuales)

	Edad	2003	2005	2007	Variación 2003-2007
Total	mayores de 15	8,7	9,0	7,2	-1,5
Hombres	mayores de 15	7,7	8,2	6,5	-1,2
Mujeres	mayores de 15	9,9	10,0	8,0	-1,9
Jóvenes	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Mayores	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Nivel educativo	25-64				
inferior a la educación secundaria		10,3	10,2	9,1	-1,2
al menos educación secundaria		7,7	7,9	6,2	-1,5
educación superior		5,2	5,0	4,0	-1,2
Ratio de desempleo de larga duración	mayores de 15	44,2	45,4	44,4	0,2

Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos de los años 2003, 2005 y 2007 se refieren a junio, marzo y diciembre, respectivamente, y se han obtenido de la tasa de paro armonizada para todas las categorías, excepto en lo que respecta a los trabajadores mayores, al detalle por nivel educativo y al desempleo de larga duración, para los que los datos se refieren a marzo en todos los casos, y se han obtenido de datos de la encuesta de población activa europea.

año 2003 no sólo facilitó la absorción del incremento de la población activa, sino que también conllevó un descenso considerable del desempleo.

Todos los grupos se están beneficiando de las mejoras en el mercado de trabajo

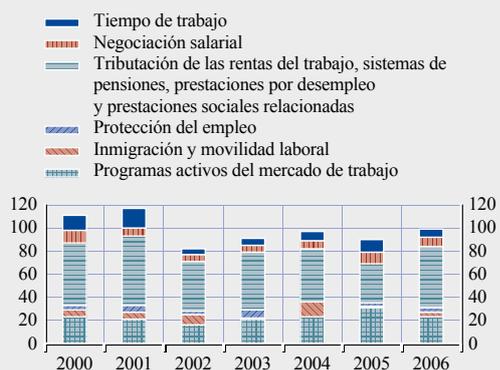
Todos los grupos considerados han registrado una disminución de la tasa de paro desde el año 2003 y, en particular, este ha sido el caso en algunas de las categorías más afectadas por unos niveles elevados de desempleo: los jóvenes y las mujeres. Sin embargo, las diferencias en las tasas de paro entre los distintos grupos todavía son importantes (véase cuadro).

El desempleo juvenil (desempleados menores de 25 años), que en la zona del euro es aproximadamente dos veces superior a la tasa de desempleo total, ha descendido, desde el 16,5% de junio del 2003 hasta el 14,3% de diciembre del 2007. En conjunto, alrededor de un tercio de la disminución total del paro es atribuible a este grupo. La tasa de desempleo femenino cayó 1,9 puntos porcentuales, hasta situarse en el 8%, entre junio del 2003 y diciembre del 2007, un descenso claramente más pronunciado que el registrado en el empleo masculino. Ambos grupos, jóvenes y mujeres, han continuado beneficiándose de la flexibilización de la normativa aplicable a los contratos temporales y de la introducción de medidas encaminadas a promover el trabajo a tiempo parcial, que han incrementado sus posibilidades de encontrar empleo. Estos grupos también se han beneficiado del aumento estructural del empleo en los servicios.

Un aspecto menos positivo es que la ratio de parados de larga duración en relación con el número total de desempleados parece haber permanecido prácticamente invariable entre el 2003 y el 2007, ligeramente por encima del 44%, una cifra muy elevada si se compara con la registrada en otras áreas económicas. Sin embargo, la proporción de parados durante más de un año en relación con el número total de desempleados ha disminuido 1 punto porcentual desde el 2005. Esto indica que personas incluidas en ese grupo se están beneficiando de la recuperación económica con cierto retardo. Los desempleados de larga duración también están resultando favorecidos por las reformas del mercado de trabajo que aspiran, en particular, a que los grupos más vulnerables tengan mayores posibilidades de encontrar empleo y a aumentar los incentivos para su búsqueda y aceptación.

Gráfico B Intensidad de las reformas introducidas en la zona del euro ¹⁾ y distribución por tipo de reforma, 2000-2006

(número de reformas introducidas)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de la base de datos LABREF.
1) Incluye Eslovenia.

Necesidad de reformas adicionales y de continuación de la moderación salarial para facilitar una nueva disminución del desempleo

En general, la disminución del desempleo observada desde mediados del 2003 ha sido significativa. Para que esta reducción se mantenga en niveles sostenibles en los próximos años será necesaria, además de la moderación salarial, la aplicación de reformas en los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro. Recientemente, la Comisión Europea ha elaborado una base de datos (llamada LABREF) en la que se registran los aspectos más destacados de las iniciativas emprendidas en materia de política laboral desde el año 2000, centrándose en su diseño, ámbito de aplicación

y duración¹. En el gráfico B se muestra que, en promedio, el número total de medidas de cambio en los mercados de trabajo de la zona del euro fue de unas 98 entre el año 2000 y el 2006. La mayor parte de las medidas se han adoptado en el ámbito de las políticas activas del mercado de trabajo (particularmente iniciativas que afectan a los servicios públicos de empleo y a la formación), seguidas de medidas relativas a los sistemas de pensiones (principalmente relacionadas con el nivel y los requisitos para recibir la prestación) y las concernientes a la fiscalidad del trabajo (que, en su mayor parte, han incidido en el impuesto sobre la renta y en las cotizaciones sociales a cargo de la empresa).

Aunque varios países de la zona del euro han avanzado en la adopción y la aplicación de reformas estructurales, en algunos ámbitos son necesarios esfuerzos adicionales. Las reformas deben aumentar, en particular, las oportunidades de empleo de los jóvenes y las mujeres. Es, por tanto, fundamental que todos los países de la zona eliminen las distorsiones del mercado de trabajo y pongan en práctica con rigor los Programas Nacionales de Reforma que constituyen el núcleo del proceso de Lisboa. Los progresos en la modificación de la legislación sobre protección del empleo y en el establecimiento de incentivos para el empleo a través de los sistemas tributarios y de prestaciones sociales han sido bastante limitados. La introducción de reformas enérgicas en estos ámbitos podría representar una importante contribución a la flexibilidad de los mercados de trabajo y respaldar la capacidad de ajuste de los países de la zona del euro. Además, es necesario incrementar los esfuerzos por completar el Mercado Interior de bienes y servicios de la UE, así como potenciar la investigación, el desarrollo y la innovación para mejorar la productividad y ampliar las oportunidades de empleo. De igual modo, es conveniente introducir reformas en los sistemas de negociación salarial, con el fin de eliminar rigideces, dada su importancia en la disminución de los diferenciales de desempleo en los distintos grupos.

¹ Las reformas se han clasificado en ocho categorías principales, que abarcan la tributación de las rentas del trabajo, los sistemas de prestaciones por desempleo (junto con otras prestaciones sociales relacionadas), programas activos del mercado de trabajo (ALMP, en sus siglas en inglés), protección del empleo, sistemas de pensiones, negociación salarial, organización del tiempo de trabajo, políticas de inmigración y movilidad laboral; dentro de estos grupos se investiga sobre un total de 36 áreas de intervención.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

LA MEJORA PRESUPUESTARIA CONTINUÓ EN EL 2007

La evolución de las finanzas públicas continuó siendo relativamente favorable en el 2007, debido, principalmente, a la fortaleza de la actividad económica, a los ingresos extraordinarios, a determinadas medidas de saneamiento de la situación presupuestaria y a la corrección de factores transitorios que habían aumentado el déficit en Italia en el 2006. Según los programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó desde el 1,5% del PIB, en el 2006, hasta el 0,8% en el 2007

(véase cuadro 5)⁸. Los déficit de Italia y Portugal, los dos países de la zona que son objeto de un procedimiento de déficit excesivo, cayeron hasta el 2,4% y el 3% del PIB, respectivamente. En el caso de Italia, según las últimas estimaciones, el déficit se redujo hasta el 1,9% del PIB. En cuanto a Bélgica, de acuerdo con las estimaciones más recientes, la ratio de déficit ascendió al 0,1% del PIB y la ratio de deuda al 85,1% del PIB en el 2007. Ninguno de los países que forman parte de la zona del euro registró un déficit superior al 3% del PIB en el 2007, una situación observada por

⁸ Las cifras del 2007 de los programas de estabilidad se basan en estimaciones y, por tanto, pueden diferir de los datos definitivos.

Cuadro 5 Situación fiscal de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

	2005	2006	2007
Zona del euro	-2,5	-1,5	-0,8
Bélgica	-2,3	0,4	-0,3
Alemania	-3,4	-1,6	0,0
Irlanda	1,2	2,9	0,5
Grecia	-5,1	-2,5	-2,7
España	1,0	1,8	1,8
Francia	-2,9	-2,5	-2,4
Italia	-4,2	-4,4	-2,4
Luxemburgo	-0,1	0,7	1,0
Países Bajos	-0,3	0,6	-0,4
Austria	-1,6	-1,4	-0,7
Portugal	-6,1	-3,9	-3,0
Eslovenia	-1,5	-1,2	-0,6
Finlandia	2,7	3,8	4,5

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2005	2006	2007
Zona del euro	70,3	68,6	66,7
Bélgica	92,2	88,2	84,6
Alemania	67,8	67,5	65,0
Irlanda	27,4	25,1	25,1
Grecia	98,0	95,3	93,4
España	43,0	39,7	36,2
Francia	66,7	64,2	64,2
Italia	106,2	106,8	105,0
Luxemburgo	6,2	6,6	6,9
Países Bajos	52,3	47,9	46,8
Austria	63,4	61,7	59,9
Portugal	63,7	64,8	64,4
Eslovenia	27,4	27,1	25,6
Finlandia	41,4	39,2	35,3

Fuentes: Comisión Europea (para los años 2005-2006; en el caso de Bélgica también para el 2007), programas de estabilidad actualizados (para el 2007) y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras para el 2007 incluidas en los programas de estabilidad se basan en estimaciones y, por tanto, pueden diferir de los datos definitivos.

última vez en el año 2000 (excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS).

Si se comparan las cifras del 2007 con los objetivos fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad publicadas a finales del 2006 y principios del 2007, la ratio media de déficit de la zona del euro registró una mejora de 0,7 puntos porcentuales del PIB, debido, principalmente, al efecto de base, asociado a unos resultados mejores de lo esperado en el 2006. En el 2007 se registraron resultados mejores de lo previsto en la mayor parte de los países, especialmente en Alemania, Luxemburgo y Finlandia.

En este contexto, la ratio de deuda pública de la zona del euro se redujo, en promedio, cerca de 2 puntos porcentuales, hasta el 66,7% del PIB, el nivel más bajo en porcentaje del PIB desde el inicio de la UEM en 1999. Francia y dos países con niveles reducidos de deuda, Irlanda y Luxemburgo, fueron las excepciones a esta tendencia decreciente. Por otra parte, las ratios de deuda permanecieron por encima del valor de referencia del 60% del PIB en seis países. Pese a los mejores resultados

presupuestarios, las emisiones de deuda de los Gobiernos de la zona del euro aumentaron en el 2007 (véase recuadro 7).

El saldo presupuestario estructural medio (saldo ajustado del ciclo, excluidas las medidas singulares y aisladas y otras medidas de carácter transitorio) de la zona de euro mejoró, pasando de ser el -1,2% del PIB en el 2006 hasta el -0,8% en el 2007. Esta mejora tuvo su origen, más que en medidas específicas de saneamiento por el lado del gasto, en el acusado crecimiento de los ingresos impositivos, superior al que puede ser atribuible a la evolución de sus supuestas bases impositivas macroeconómicas. Si se consideran individualmente los países, se observó una mejora sustancial del saldo presupuestario estructural, de 0,5 puntos porcentuales o más del PIB en Alemania, Grecia, Italia, Portugal y Eslovenia. En cambio, se produjo un deterioro significativo de dicho saldo, superior a 1 punto porcentual del PIB, en Irlanda y Países Bajos. Una reducida mayoría de países de la zona del euro alcanzaron o siguieron cumpliendo su objetivo presupuestario de medio plazo en el 2007.

Recuadro 7

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

En el entorno de elevación de los tipos de interés que caracterizó la mayor parte del año, la emisión neta de deuda por las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó en el 2007. El aumento fue especialmente acusado en las emisiones a corto plazo. En términos netos, la tasa de crecimiento para las Administraciones Públicas de la zona del euro fue del 2,8% en

Cuadro A Crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública en la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total Administraciones	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
Centrales									
A largo plazo	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
A tipo de interés fijo		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
A tipo de interés variable		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
A corto plazo	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Fuente: BCE.

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Administración Central	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Deuda a largo plazo	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Deuda a corto plazo	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Otras Administraciones Públicas	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Deuda a largo plazo	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Deuda a corto plazo	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Administraciones Públicas									
A largo plazo	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
A tipo de interés fijo	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
A tipo de interés variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
A corto plazo	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Total Administraciones Públicas en mm de euros	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Fuente: BCE.

diciembre del 2007, 0,4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el 2006 (véase cuadro A)¹. Sin embargo, la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB descendió en la mayoría de países de la zona, en un contexto de fortalecimiento del crecimiento económico.

Uno de los motivos por los que se incrementó el porcentaje de emisión de deuda pública a corto plazo con respecto a la deuda a largo plazo podría ser la subida de los tipos de interés a largo plazo registrada en el primer semestre del año. En consecuencia, al aumentar la pendiente de la curva de rendimientos, la tasa de crecimiento anual de la deuda pública a largo plazo descendió, desde el 3,4% del 2006 hasta el 2,3% del 2007, mientras que la de la deuda a corto plazo se elevó de forma pronunciada, tornándose incluso positiva en el 2007.

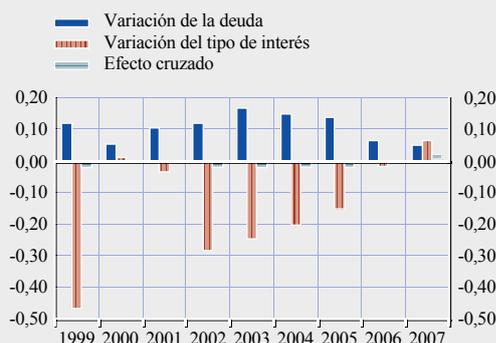
Al analizar la estructura de los saldos vivos de la deuda pública se observa que la emisión de valores públicos fue realizada, principalmente, por las Administraciones Centrales, con el 93,5% del saldo vivo, en el 2007, mientras que el 6,5% restante fue emitido por los otros subsectores de las Administraciones Públicas. No obstante, estos últimos se han tornado más activos con el tiempo. En efecto, en el período 1999-2006 la emisión realizada por otras Administraciones Públicas prácticamente se duplicó, mientras que la deuda pública emitida por las Administraciones Centrales disminuyó de forma constante.

En general, los países no han cambiado la orientación de la gestión de su deuda a largo plazo. En el 2007, la deuda a largo plazo representó alrededor del 92,5% del saldo vivo de la deuda pública, cifra ligeramente inferior a la registrada en el 2006. Sin embargo, el porcentaje de deuda a corto plazo se elevó, desde el 7,1% del 2006 hasta el 7,5% del 2007 (véase cuadro B). El cuadro B indica también que la mayor parte de la deuda pública a largo plazo emitida por las Administraciones Públicas fue a tipo de interés fijo. El porcentaje de emisiones a tipo de interés variable aumentó ligeramente en el 2007, manteniendo la tendencia al alza observada a partir del 2004.

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

Gráfico A Desagregación de la variación de los pagos de intereses

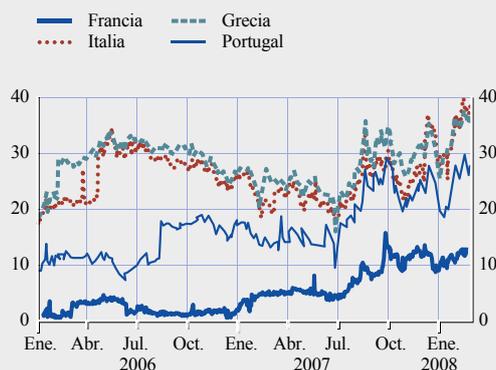
(en porcentaje del PIB; datos anuales)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania

(en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Para ilustrar el efecto del alza de los tipos de interés sobre los pagos de intereses de la deuda pública, la variación de los pagos de intereses puede desagregarse de la forma siguiente: i) un efecto derivado de variaciones de la deuda pública, ii) un efecto resultante de variaciones de los tipos de interés y iii) un efecto cruzado residual². El gráfico A muestra que, por primera vez desde el 2000, se ha observado en el 2007 una contribución positiva de la variación de los tipos de interés a la variación total de los pagos de intereses. Además, el impacto de la variación de los tipos de interés fue mayor que el de la variación de la deuda.

En lo que respecta a las diferencias entre países, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Alemania ha sido hasta ahora el más bajo registrado, en promedio, en los países de la zona del euro, básicamente por su mayor liquidez y su correspondiente estatus como bonos de referencia. El gráfico B muestra los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de los países de la zona del euro (distintos de Alemania) que estaban sometidos a un procedimiento de déficit excesivo a finales del 2006, frente a la de los bonos alemanes.

Las diferencias entre los rendimientos de la deuda pública en los distintos países de la zona del euro reflejan, en última instancia, discrepancias en la situación de liquidez y en el riesgo de crédito. En el 2007, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública mostraron dos tendencias claras. Tras reducirse en el primer semestre del año en algunos países de la zona del euro, los diferenciales se incrementaron en el segundo semestre, especialmente en Grecia, Francia Italia y Portugal, en el contexto de las turbulencias registradas en los mercados financieros y como resultado de la revisión generalizada de la valoración de los riesgos. La disminución observada hacia finales de septiembre se invirtió en noviembre, al crecer la preocupación de los inversores respecto a la situación de los mercados de crédito.

2 La variación de los pagos de intereses, I, puede desagregarse de la manera siguiente:

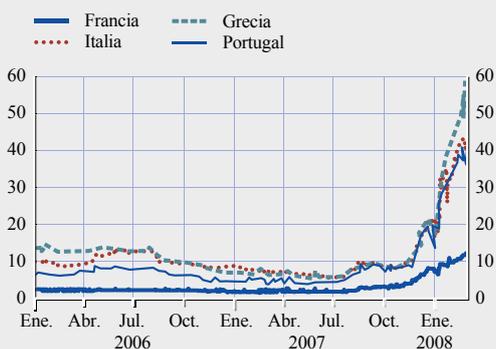
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

{ Efecto de la variación de la deuda { Efecto de la variación del tipo de interés Efecto cruzado (residual)

donde B es la deuda pública e i es el tipo de interés medio implícito (I/B).

Gráfico C Seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana

(en puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Con el fin de confirmar la reciente ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública, el gráfico C muestra la evolución de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana (CDS, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de los CDS de deuda soberana pueden considerarse también como medidas del riesgo de crédito asociado a la tenencia de la correspondiente deuda pública. A los efectos del presente análisis, los diferenciales de los CDS de deuda soberana presentan una serie de ventajas: no estar distorsionados por variaciones de los bonos de referencia de los países en cuestión, no estar afectados por desajustes en los vencimientos de activos y pasivos y tender a mostrar una mayor respuesta a variaciones del mercado. En línea con el presente análisis de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública, los diferenciales de los CDS de los mencionados países se ampliaron también en el verano del 2007 y siguieron creciendo a comienzos del 2008.

PREVISIÓN DE ESTANCAMIENTO DEL SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO EN EL 2008

Los planes presupuestarios de los países de la zona del euro para el 2008 incluidos en las actualizaciones de los programas de estabilidad de finales del 2007 indican que el descenso del déficit medio de la zona del euro, observado desde el 2004, se interrumpirá y experimentará un ligero incremento, hasta situarse en el 0,9% del PIB. Los gastos e ingresos públicos disminuirán aproximadamente en la misma medida (0,25 puntos porcentuales del PIB). Dado que se espera que el crecimiento económico sea acorde, en líneas generales, con el potencial, el hecho de que el déficit medio de la zona del euro casi se haya estabilizado se debe a una relajación o incluso a un cambio de sentido de los esfuerzos de consolidación en algunos países, así como a la reducción de los superávits en otros. En este contexto, se prevé que la ratio media de deuda de la zona del euro disminuya con menos rapidez en el 2008 –en torno a 1,5 puntos porcentuales– hasta el 65,1% del PIB.

Más concretamente, no se esperan mejoras sustanciales en el saneamiento de las finanzas públicas en Francia e Italia, que mantendrán sus

déficit bastante próximos al valor de referencia del 3% del PIB, al igual que en Portugal. Los progresos realizados en los demás países que todavía no han alcanzado los objetivos presupuestarios de medio plazo serán bastante limitados en promedio, deteriorándose incluso, en algunos casos, el saldo estructural. Se espera una reducción del número de países que cumplirá los citados objetivos, tras el empeoramiento de la situación de las finanzas públicas en Alemania e Irlanda.

ES ESENCIAL ESTABLECER OBJETIVOS MÁS AMBICIOSOS EN LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO

De acuerdo con las actualizaciones de los programas de estabilidad, en el 2008, el entorno macroeconómico seguirá impulsando la rápida consecución de los objetivos presupuestarios de medio plazo establecidos por los países de la zona del euro. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) exige a los países que pertenecen a la zona del euro que alcancen mejoras anuales del saldo presupuestario estructural del 0,5% del PIB (magnitud de referencia), debiéndose incrementar los esfuerzos de saneamiento en las épocas de bonanza económica. En abril del

2007, los ministros del Eurogrupo reafirmaron su compromiso de aplicar políticas fiscales prudentes que sean acordes con las disposiciones del PEC. Asimismo, reconocieron que la zona del euro estaba atravesando un período de expansión económica y se comprometieron a aprovechar plenamente el entorno económico favorable previsto y los ingresos impositivos mejores de lo esperado, para acelerar el ritmo de reducción del déficit y de la deuda. Los ministros del Eurogrupo también se comprometieron a conseguir que la mayor parte de los países de la zona alcancen los objetivos presupuestarios de medio plazo en el 2008 o en el 2009, y todos deberían tratar de lograrlos en el 2010, a más tardar. Se esperaba que los países miembros que ya habían alcanzado los objetivos presupuestarios de medio plazo mantuvieran esta sólida situación presupuestaria para evitar el deterioro de las finanzas públicas en épocas de crecimiento. En octubre del 2007, el Consejo ECOFIN acordó la adopción de una serie de medidas para mejorar la eficacia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, reforzando, en particular, su aspecto preventivo. También confirmaron la necesidad de cumplir el valor de referencia del 0,5% del PIB por año en materia de saneamiento estructural. La incertidumbre en torno al impacto de las turbulencias de los mercados financieros que comenzaron en el verano del 2007 sobre la economía y sobre el presupuesto sugiere que es necesario actuar con más prudencia en la elaboración de las políticas presupuestarias.

Los países de la zona del euro que son todavía objeto de un procedimiento de déficit excesivo deben reducir sus ratios de déficit por debajo del valor de referencia del 3% del PIB de manera sostenible. También han de mejorar el saldo presupuestario estructural acorde con el valor de referencia del 0,5% del PIB y cumplir las exigencias adicionales de saneamiento incluidas en las respectivas recomendaciones del Consejo ECOFIN. Para evitar el riesgo de sobrepasar el valor de referencia para el déficit en un futuro próximo, es fundamental continuar avanzando hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas una vez reducido el déficit hasta un nivel inferior al 3% del PIB. En caso contrario,

una evolución adversa podría hacer que el déficit volviera a exceder rápidamente el valor de referencia. Las proyecciones actuales que figuran en los programas de estabilidad de los dos países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, Italia y Portugal, indican que los déficit serán inferiores al 3% del PIB en el 2008, pero que seguirán siendo bastante elevados, por lo que será necesario continuar con las medidas de saneamiento.

Los otros países de la zona del euro que no han alcanzado los objetivos presupuestarios de medio plazo en el 2007 deben aplicar una estrategia de consolidación acorde con las exigencias del PEC. Ésta debe incluir medidas de consolidación de carácter estructural que permitan una corrección de la magnitud de referencia, el 0,5% del PIB por año, y esfuerzos adicionales en los países que disfrutaban de una cierta bonanza económica. Además, como se ha observado anteriormente, los países pertenecientes a la zona del euro deben alcanzar los objetivos presupuestarios de medio plazo en el 2010, a más tardar. El nivel de cumplimiento de estos compromisos políticos parece ser limitado, según las actualizaciones más recientes de los programas de estabilidad. En particular, no se espera que Irlanda, Grecia, Francia e Italia cumplan los objetivos presupuestarios de medio plazo en el 2010, mientras que el ajuste estructural de las finanzas públicas en el 2008 se situará por debajo del valor de referencia del 0,5% del PIB en Bélgica, Francia, Italia y Austria. Esta evolución es aún más decepcionante porque algunos países siguen beneficiándose de unos ingresos extraordinariamente elevados que mejoran su saldo presupuestario estructural, aunque la continuación de esta tendencia dista de ser segura. El incumplimiento de las disposiciones del PEC y los compromisos políticos adquiridos recientemente ponen en grave peligro la credibilidad del aspecto preventivo del PEC.

Es conveniente que los países miembros de la zona del euro que ya han alcanzado los objetivos presupuestarios de medio plazo se abstengan de adoptar políticas presupuestarias procíclicas, que incrementarían la inflación y los

desequilibrios macroeconómicos, en épocas de crecimiento económico. El libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos contribuiría a moderar las fluctuaciones macroeconómicas. Algunos países que alcanzaron los objetivos presupuestarios de medio plazo en el 2007 están elaborando planes para desviarse de esta situación presupuestaria estructural en el 2008.

La aplicación de medidas más decisivas en los países miembros de la zona del euro para alcanzar y mantener unas finanzas públicas saneadas no sólo es precisa desde el punto de vista de la estabilización macroeconómica a corto plazo, permitiendo actuar libremente a los estabilizadores automáticos, sino también por la necesidad de fomentar la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo. La reducción de la carga de la deuda pública compensaría parcialmente la presión sobre el gasto derivada del envejecimiento de la población en las próximas décadas. Otras medidas necesarias para mejorar la sostenibilidad presupuestaria están relacionadas con reformas en el ámbito de los sistemas de atención sanitaria y de pensiones, así como aumentar la oferta efectiva de mano de obra. Si no se actúa en el momento oportuno para abordar las consecuencias presupuestarias del envejecimiento de la población, se verá comprometida la sostenibilidad fiscal y aumentará la carga para las generaciones futuras.

Los indicios de que parte del fuerte crecimiento de los ingresos se ha utilizado para aumentar

el gasto público en algunos países apuntan al riesgo de adopción de políticas fiscales expansivas y de que se repitan los errores cometidos en este ámbito en los años 2000 y 2001, en los que se produjo un deterioro de los márgenes de seguridad que hizo que varios países se vieran sometidos a procedimientos de déficit excesivo cuando la situación económica empeoró (véase recuadro 8). A este respecto, el desarrollo y la aplicación rigurosa de un marco presupuestario de medio plazo de carácter vinculante pueden contribuir a contrarrestar las presiones internas para utilizar los ingresos extraordinarios para realizar gastos adicionales o reducciones de impuestos, así como a la creación de un «colchón presupuestario» suficientemente elevado por debajo del valor de referencia del 3% del PIB. Con este fin, es preciso que estas normas, que podrían incluir la obligación de asignar los ingresos excedentarios excepcionales a la reducción del déficit y de la deuda, se elaboren ex-ante. El aumento del gasto en áreas preferentes o la reducción de los impuestos o de las cotizaciones sociales para mejorar la calidad de las finanzas públicas debe financiarse principalmente mediante la disminución del gasto, para evitar incrementos de la carga tributaria o de los déficit presupuestarios. La mejora de la eficiencia en la prestación de los servicios públicos en general, y de la administración pública en particular, así como en las estructuras de los ingresos públicos, es una manera eficaz de liberar recursos presupuestarios para fines más productivos.

Recuadro 8

LECCIONES EXTRAÍDAS DE LA EXPERIENCIA DE LA POLÍTICA FISCAL DE LOS AÑOS 2000-2001

En el 2007 se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas se haya reducido hasta el 0,8% del PIB. Excluido el impacto de los ingresos procedentes de las ventas de licencias UMTS, se trata de un nivel inferior al alcanzado en el año 2000, en el punto máximo del ciclo económico anterior (véase gráfico A). De cara al futuro, una cuestión clave para la política fiscal es evitar que se repita la experiencia los primeros años de la presente década, cuando la situación de las finanzas públicas se deterioró rápidamente y varios países de la zona del euro incurrieron en déficit excesivos. A este respecto, la experiencia anterior apunta a una tendencia a sobreestimar

la fortaleza de la situación presupuestaria subyacente en tiempos de bonanza, lo que exige aplicar una política fiscal particularmente prudente cuando las condiciones económicas son favorables.

En el período 1999-2000, en el punto máximo del último ciclo económico, varios países adoptaron medidas de política fiscal expansivas (básicamente, recortes de impuestos). Se estimaba que estas medidas serían «asumibles» en vista de las favorables proyecciones económicas y de las estimaciones de la situación presupuestaria subyacente (ajustada por el ciclo) disponibles en esos momentos. La percepción retrospectiva, sin embargo, es que se sobreestimó la situación presupuestaria. Cuando la economía de la zona del euro entró, de forma imprevista, en una fase de desaceleración, los saldos presupuestarios experimentaron un rápido deterioro y varios países sobrepasaron rápidamente el umbral de referencia del 3% del PIB (véase gráfico B, panel de la izquierda).

Dos problemas técnicos dificultan la estimación exacta del «verdadero» saldo presupuestario ajustado del ciclo. El primero se refiere a la dificultad de evaluar la posición cíclica de la economía en tiempo real. En el otoño del 2000, tanto la Comisión Europea como la mayoría de los expertos en previsión económica esperaban que la situación presupuestaria de la zona del euro seguiría mejorando. Esta evaluación se basaba en el supuesto de que la brecha de producción —y, por consiguiente, el componente cíclico del saldo presupuestario— era próximo a cero y que, a corto plazo, la situación económica continuaría influyendo positivamente sobre el saldo presupuestario. En realidad, a partir del 2001, la economía de la zona del euro entró en una desaceleración, lo que dio lugar a considerables revisiones a posteriori tanto de la brecha de producción como del componente cíclico del saldo presupuestario (véase gráfico B, panel de la derecha). Por consiguiente, el resultado final para el 2000 reflejó, de hecho, un fuerte impacto cíclico positivo de, aproximadamente, un 1% del PIB. Por el contrario, según las estimaciones, la contribución cíclica fue nula en ese año.

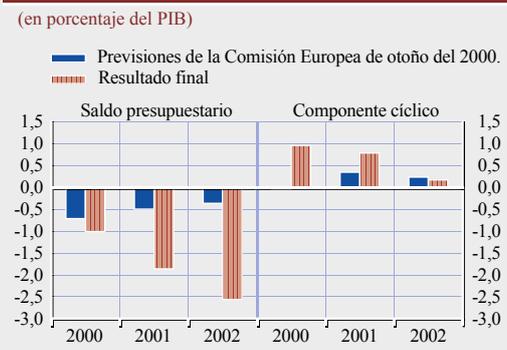
El segundo problema guarda relación con la incertidumbre que rodea al comportamiento de los ingresos tributarios a lo largo del ciclo económico. En las metodologías actuales de predicción y de ajuste cíclico se supone, en general, una relación bastante estable entre la tasa de crecimiento

Gráfico A Evolución de las finanzas públicas 1998-2007
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.
Nota: Las cifras del saldo presupuestario excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

Gráfico B Saldo presupuestario y componente cíclico
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.
Nota: Las cifras del saldo presupuestario excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

de los ingresos tributarios y la tasa de crecimiento del PIB o, en las metodologías desagregadas, la tasa de crecimiento de otras bases macroeconómicas, que también son agregados de las cuentas nacionales. Sin embargo, durante los períodos de auge, se ha observado que los impuestos sobre los beneficios y las plusvalías, en particular, crecen a una tasa mucho más rápida que las supuestas bases macroeconómicas y, después, registran una acusada caída en la posterior fase de desaceleración. La incidencia y la magnitud de estos efectos apenas pueden preverse, dado que dependen de factores tales como el momento en que se realizan las plusvalías y de complejas normas tributarias que, normalmente, permiten que los beneficios obtenidos en un año compensen las pérdidas de ejercicios anteriores. El detalle de las variaciones en la ratio de ingresos públicos con respecto al PIB desde el año 2000 sugiere que las pérdidas de ingresos en el 2000 y en el 2001 fueron atribuibles, en su mayoría, a recortes impositivos, pero que se vieron exacerbadas por otros factores que redujeron los ingresos tributarios, especialmente en el 2002. Por el contrario, en los años 2005 y 2006, el porcentaje de ingresos públicos en relación con el PIB aumentó significativamente, a pesar de la relativa ausencia de medidas encaminadas a elevar los impuestos. La posibilidad de que esos ingresos desaparezcan en un futuro próximo representa un riesgo para las perspectivas fiscales actuales.

A la vista de estas experiencias, una enseñanza importante que puede extraerse de las valoraciones erróneas de la política fiscal del período 2000-2001 es la necesidad de actuar con cautela al atribuir a las mejoras presupuestarias en las épocas de bonanza un carácter estructural, aun cuando las variaciones de los saldos presupuestarios ajustados del ciclo apunten en esta dirección. Más bien, como acordó el Eurogrupo en abril del 2007, lo que se debe hacer es utilizar los ingresos tributarios inesperadamente altos que se obtengan en esos períodos para reducir el déficit y la deuda, en lugar de destinarlos a elevar el gasto o recortar los impuestos de una forma que podría resultar insostenible.

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

EL EURO CONTINUÓ APRECIÁNDOSE EN EL 2007 EN TÉRMINOS EFECTIVOS

Tras haber registrado un cierto retroceso durante el 2005 con respecto al máximo alcanzado a finales del 2004, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se recuperó en gran medida a lo largo del 2006. Inicialmente, la moneda única siguió apreciándose en el 2007, sustentada por la dinámica de fortalecimiento del año anterior. La tendencia a la apreciación se interrumpió brevemente entre mayo y mediados de agosto, período en el que el euro fluctuó dentro de un intervalo relativamente estrecho. En el contexto de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros mundiales, el euro se depreció en agosto, antes de experimentar una fuerte apreciación durante el resto del año. A

finales del 2007, el euro se situaba –en términos efectivos nominales– un 6,3% por encima del nivel registrado a comienzos de enero y un 8,2% por encima de la media del 2006. La apreciación fue especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense. Además, el euro se apreció también de forma acusada frente a la libra esterlina. La apreciación fue más moderada frente al yen japonés, el renminbi chino y el franco suizo.

La apreciación del euro frente al dólar estadounidense estuvo determinada, en gran medida, por un cambio –en favor de la zona del euro– de la percepción de los mercados sobre las perspectivas de las posiciones cíclicas relativas de las dos áreas económicas, y por la evolución de los diferenciales de tipos de interés. Además, es probable que la persistencia del abultado déficit por cuenta corriente de Estados

Unidos haya contribuido, hasta cierto punto, a la debilidad del dólar. En los primeros meses del año, la publicación de datos de relativa robustez respecto a la zona del euro contrastó con una información más heterogénea sobre la economía estadounidense, lo que condujo a un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre las dos áreas económicas. Desde mayo hasta mediados de agosto, el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense experimentó algunas fluctuaciones al revisar los participantes en el mercado su evaluación de la fortaleza cíclica relativa de las dos economías. Tras un breve período inicial de depreciación como resultado de las turbulencias financieras provocadas por la inquietud respecto a las condiciones de liquidez de los mercados mundiales, monetario y de crédito, el euro registró una fuerte apreciación frente a la moneda estadounidense desde finales de agosto hasta finales de noviembre. El debilitamiento del dólar parece haber guardado relación con una reducción de las expectativas respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense por los participantes en los mercados, como consecuencia, en particular, de la publicación de datos menos favorables de lo previsto sobre los mercados laboral y de la vivienda de Estados Unidos. Tras registrar un valor de 1,49 dólares por euro el 27 de noviembre de 2007, la moneda única se depreció ligeramente para situarse, el 31 de diciembre de 2007, en 1,47 dólares, es decir, un 11,8% por encima del valor observado a comienzos de ese año.

El euro también se fortaleció frente al yen japonés en el 2007, en un contexto de considerable volatilidad a corto plazo. Uno de los principales factores que influyeron en la evolución de la moneda japonesa parece haber sido el cambio de actitud frente al riesgo por parte de los inversores internacionales y del supuesto atractivo de las operaciones de *carry trade*. Los bajos tipos de interés japoneses y la volatilidad implícita históricamente baja, combinados con una favorable actitud frente al riesgo por parte de estos inversores, parece que se tradujeron en un significativo incremento de las operaciones vivas de *carry trade*. El 13 de julio, el euro alcanzó un valor de 168,68 yenes. Esta tendencia alcista

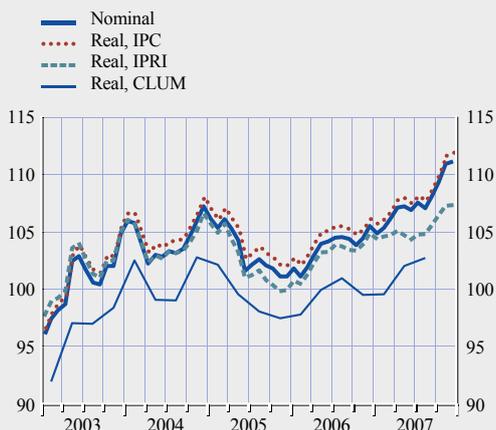
tocó fondo posteriormente en el contexto de las turbulencias financieras mundiales, lo que dio lugar a una revisión de la valoración del riesgo por parte de los inversores internacionales y, aparentemente, a una significativa reversión de las operaciones de *carry trade*. No obstante, desde mediados de agosto hasta mediados de octubre, el euro volvió a apreciarse frente al yen japonés, mientras que, durante el resto del año, las fluctuaciones del tipo de cambio entre ambas monedas se inscribieron en un entorno de acusada volatilidad sin que pudiera apreciarse ninguna trayectoria clara. El 31 de diciembre de 2007, el euro cotizaba a 164,93 yenes, un 5,1% por encima del nivel observado a principios del año.

El euro también se apreció notablemente frente a la libra esterlina en el 2007 (un 9,2%), concentrándose la mayor parte de la apreciación en el período comprendido entre septiembre y diciembre. A finales de diciembre del 2007, el euro cotizaba a 0,73 libras esterlinas, el nivel más alto registrado desde la introducción de la moneda única en 1999. La depreciación de la libra esterlina tuvo relación, al parecer, con las expectativas de los mercados respecto a un nuevo recorte de los tipos de interés oficiales por parte del Banco de Inglaterra en respuesta al deterioro de las perspectivas financieras y económicas.

El euro se fortaleció asimismo frente a las monedas de varios socios comerciales asiáticos, como consecuencia, en parte, de su vinculación formal o informal con el dólar estadounidense. El euro se apreció notablemente frente al won coreano (12,5%) y el dólar de Hong Kong (12,1%) y, de forma más moderada, frente al dólar de Singapur (4,8%) y el renminbi chino (4,6%). La apreciación relativamente moderada frente a la moneda china refleja, hasta cierto punto, una mayor voluntad de las autoridades chinas de permitir una apreciación más fuerte de su moneda frente al dólar estadounidense, especialmente hacia finales del año. La apreciación del euro frente a estas monedas se contrarrestó, en parte, con su depreciación frente al zloty polaco (un 6,2%), el dólar canadiense (un 5,4%), la corona noruega (un 3,4%) y la corona checa (un 3,1%).

Gráfico 33 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro ¹⁾

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

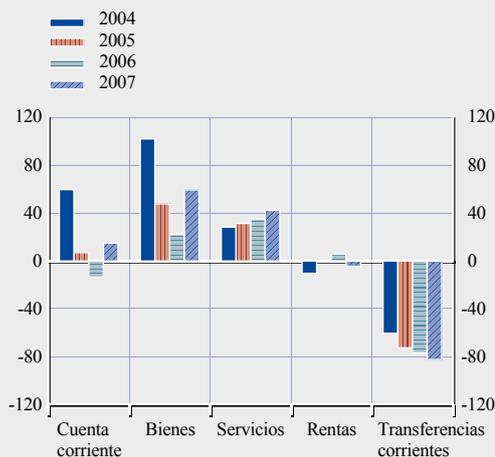


Fuente: BCE.

1) Índices del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de 24 de los principales socios comerciales de la zona del euro: TCE-24. Un desplazamiento hacia arriba del índice TCE-24 representa una apreciación del euro. Los últimos datos mensuales disponibles corresponden a diciembre del 2007. En el caso del TCE-24 real basado en los CLUM, la última observación corresponde al tercer trimestre del 2007 y se basa, en parte, en estimaciones.

Gráfico 34 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

(datos anuales desestacionalizados; mm de euros)



Fuente: BCE.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro –basados en diferentes indicadores de costes y precios– también se apreciaron en el 2007 (véase gráfico 33). En el último trimestre del año, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situaba casi un 5,5% por encima del nivel observado un año antes.

LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE PASÓ A REGISTRAR SUPERÁVIT EN EL 2007

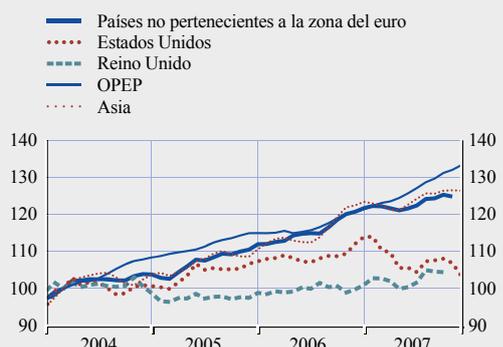
En el 2007, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 15 mm de euros (un 0,2% del PIB de la zona del euro), frente a un déficit de 13,6 mm de euros en el 2006. Este cambio de signo fue resultado, principalmente, de un incremento del superávit de la balanza de bienes de 37,3 mm de euros y, en menor medida, de un aumento del superávit de la balanza de servicios de 7,2 mm de euros. Estos superávit quedaron contrarrestados sólo en parte, por un cambio de signo de la balanza de rentas, que contabilizó un déficit, y por un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes (véase gráfico 34).

Tras registrar unas tasas de crecimiento excepcionalmente altas en el 2006, el comercio de bienes de la zona del euro creció, en términos nominales, a un ritmo más lento en el 2007. Las exportaciones nominales de bienes aumentaron un 8,1% en el 2007, en comparación con un 14,3% en el 2006. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones de bienes mostró una desaceleración más acusada, desde el 17% observado en el 2006 hasta el 5,5% en el 2007. Este fue, precisamente, uno de los principales factores determinantes de la mejora general de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro. Por el contrario, el crecimiento de las importaciones y las exportaciones de servicios fue más dinámico en el 2007 que en el 2006, lo que compensó, en parte, el menor crecimiento del comercio de bienes.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta noviembre del 2007, indica que la desaceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones nominales refleja, principalmente, la evolución de las

Gráfico 35 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2004 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2007, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro (noviembre) y el Reino Unido (octubre).

exportaciones en términos reales. Una ligera caída del crecimiento de la demanda externa y la apreciación del euro contribuyeron a la ralentización de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el primer semestre del año. No obstante, esta evolución podría considerarse también, hasta cierto punto, como una normalización tras el período de crecimiento extraordinariamente dinámico observado a finales del 2006. Posteriormente, el crecimiento de las exportaciones reales se recuperó en el tercer trimestre del 2007, como consecuencia, en gran medida, de un repunte de la demanda externa. La desagregación geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que las exportaciones a Asia, en particular a China, y a los países de Europa central y oriental siguieron siendo especialmente dinámicas en el 2007, en un contexto de intensa actividad económica en esas regiones. Las exportaciones reales a Estados Unidos se redujeron en términos absolutos (véase gráfico 35). No obstante, parece que, hasta ahora, la apreciación del euro ha tenido un impacto relativamente contenido sobre la evolución de las exportaciones de la zona del euro, que han seguido estando determinadas, principalmente, por el sólido y sostenido crecimiento de la demanda externa. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones han crecido sólo moderadamente, lo que indica

que las empresas de la zona del euro podrían haber ajustado sus márgenes para compensar la caída de la competitividad en términos de precios y costes por efecto de la apreciación del euro.

Por lo que respecta a las importaciones, en términos reales siguieron tendencias similares a las exportaciones reales en el 2007. Tras registrar un crecimiento moderado en el primer semestre del año, experimentaron una aceleración en el segundo semestre, reflejo del repunte de la inversión empresarial y de la apreciación del euro. En cuanto a los precios, tras un significativo descenso hacia finales del 2006, se elevaron de nuevo en el 2007, como consecuencia, principalmente, de las fuertes subidas de los precios del petróleo, que quedaron contrarrestadas, en parte, con la apreciación del euro. En el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2007, el déficit comercial de petróleo ascendió a 161 mm de euros, frente a los 170 mm de euros registrados un año antes.

LAS ENTRADAS NETAS TOTALES DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA SE REDUJERON EN EL 2007

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 124 mm de euros en el 2007, frente a las entradas netas de 140 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta reducción reflejó, principalmente, un descenso de las entradas netas inversiones de cartera de 44 mm de euros, que se compensó, en cierta medida, con unas menores salidas netas de inversiones directas de 28 mm de euros (véase gráfico 36).

El descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, que ascendieron a 60 mm de euros, frente a los 124 mm de euros registrados en el 2006, fue el principal factor determinante de la caída de las entradas netas de inversiones de cartera, y reflejó, básicamente, el hecho de que las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de inversores no residentes fueron considerablemente menores. Sin embargo, esta evolución oculta dos

tendencias diferentes a lo largo del 2007: tras un acusado incremento en la primera parte del año, las entradas netas de valores distintos de acciones disminuyeron posteriormente.

Por lo que respecta a los valores de renta variable, la zona del euro registró un aumento de las entradas netas en el 2007, que ascendieron a 175 mm de euros, frente a los 153 mm de euros contabilizados en el 2006. Este aumento fue, principalmente, resultado de una considerable caída de las compras netas de valores extranjeros de renta variable por residentes en la zona del euro (de 156 mm de euros a 50 mm de euros), que sólo se compensó, en parte, con un descenso de las compras de acciones y participaciones de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros.

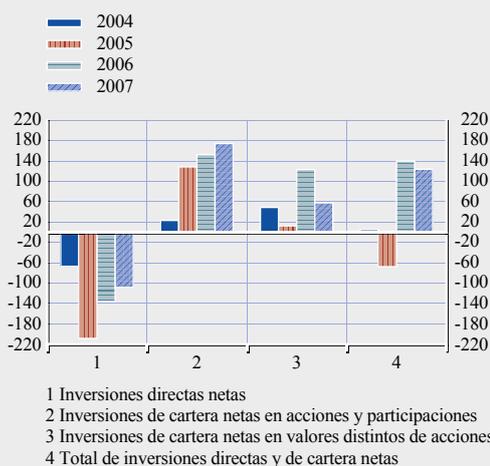
En conjunto, los datos recientes parecen indicar que la cuenta financiera de la zona del euro se vio afectada por las turbulencias que experimentaron los mercados de crédito a partir de agosto del 2007. A pesar del ligero repunte observado en octubre del 2007, tanto los inversores extranjeros como los de la zona del euro parecen haber reducido sus inversiones extranjeras en instrumentos de renta fija y en valores de renta variable a raíz de las turbulencias, posiblemente como resultado de una estrategia más prudente respecto a este tipo de inversiones.

En lo referente a las inversiones directas, la reducción de las salidas netas en el 2007 refleja, sobre todo, un incremento de las entradas de inversiones directas del exterior en la zona del euro. Al mismo tiempo, las inversiones directas realizadas en el exterior por empresas de la zona del euro siguieron siendo relativamente fuertes, como corresponde a la elevada rentabilidad de las compañías multilaterales de la zona, que ha aumentado de forma sostenida en los últimos años. Además, es posible que las empresas de la zona del euro hayan aprovechado la fortaleza del euro para adquirir activos en el exterior.

Los flujos acumulados en los cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2007, indican

Gráfico 36 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

que los principales receptores de inversiones directas de la zona del euro fueron Estados Unidos, el Reino Unido, los centros financieros extraterritoriales, Suiza y los países que se han incorporado a la UE desde el 2004. Estados Unidos y el Reino Unido fueron los países que mayores inversiones realizaron en la zona del euro durante este período.

NUEVO DETERIORO DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EN EL 2007

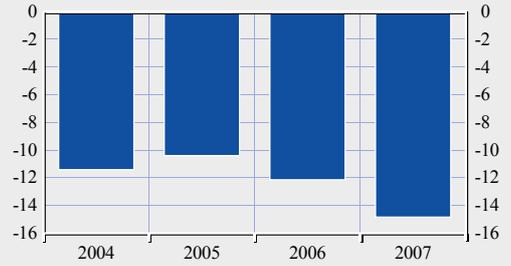
Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre del 2007, indican que la zona del euro registró pasivos netos por importe de 1.299 mm de euros (que representan el 14,8% del PIB de la zona) en comparación con los pasivos netos de 1.024 mm de euros (12,1% del PIB) contabilizados a finales del 2006 (véase gráfico 37). Este incremento de los pasivos netos en el 2007 refleja, principalmente, un aumento de las posiciones deudoras netas en inversiones de cartera (340 mm de euros) y otras inversiones (72 mm de euros), que se compensaron con un incremento de las posiciones acreedoras netas en inversiones directas (80 mm de euros)

y derivados financieros (43 mm de euros). Los activos de reserva prácticamente no experimentaron variación.

En general, el aumento de la posición deudora neta frente al exterior se debió, principalmente, a los efectos de revalorización resultantes de variaciones en el precio de los activos y de fluctuaciones del tipo de cambio del euro. Normalmente, una apreciación del euro reduce más el valor en euros de los activos que el de los pasivos y se traduce en un aumento de la posición deudora neta.

Gráfico 37 Posición de inversión internacional neta

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Datos correspondientes al final del año, excepto para el 2007 (tercer trimestre)

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

ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro⁹ mantuvo su vigor en el 2007 (véase cuadro 6). Si bien esta pauta de intensa actividad económica se observó, en general, en todos los países, las tasas de crecimiento interanual variaron considerablemente de unos a otros. El crecimiento medio interanual del PIB real fue mayor en los países bálticos y en Eslovaquia, donde las tasas correspondientes se situaron en torno al 8%. La República Checa, Polonia y Rumanía también registraron tasas de crecimiento interanual del PIB real muy elevadas, entre el 6% y el 6,5%, mientras que en Dinamarca y Hungría se observaron los menores incrementos, que fueron del 1,8% y del 1,3%, respectivamente. En Chipre, Malta, Suecia y el Reino Unido, el crecimiento continuó siendo robusto, situándose entre el 2,8% y el 4,4%.

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

como consecuencia del mayor incremento de los salarios y del empleo. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo se benefició, entre otros factores, de un período prolongado de condiciones financieras favorables y de mayores entradas de fondos estructurales de la UE en muchos países. En la mayoría de los países, el rápido crecimiento del crédito y el carácter expansivo de la política fiscal también contribuyeron al sólido crecimiento de la demanda interna.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a pesar del robusto crecimiento de la demanda exterior, debido a que la fuerte demanda de importaciones superó el crecimiento de las exportaciones. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

9 Los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a los que se hace referencia en esta sección son los 14 países de la UE que no formaban parte de la zona a finales de diciembre del 2007 (es decir, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido).

Cuadro 6 Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2004	2005	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Bulgaria	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
República Checa	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Dinamarca	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonia	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Chipre	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Letonia	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Lituania	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Hungría	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polonia	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Rumanía	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Eslovaquia	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Suecia	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Reino Unido	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
UE-11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
UE-14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Zona del euro	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Fuente: Eurostat.

Nota: Datos trimestrales desestacionalizados con la excepción de Bulgaria, República Checa, Malta y Rumanía (sin desestacionalizar) y Hungría, Polonia, Suecia y Reino Unido (desestacionalizados y corregidos de efectos de calendario).

1) El agregado UE-11 incluye los datos correspondientes a los once países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007 (excepto Eslovenia).

2) El agregado UE-14 incluye los datos correspondientes a los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2007.

real fue notablemente positiva sólo en Hungría, Malta, Eslovaquia y Suecia. En conjunto, el crecimiento de las exportaciones mantuvo un gran vigor en el 2007, pero se desaceleró en la mayoría de los países en comparación con el 2006. El crecimiento de las exportaciones se sustentó gracias a la sólida demanda de los principales socios comerciales y a la notable afluencia de flujos de inversión directa extranjera en los últimos años, mientras que el intenso crecimiento de las importaciones obedeció al dinamismo de la demanda interna y al contenido relativamente alto de productos importados en las exportaciones.

Junto al mayor vigor de la actividad económica, la situación del mercado de trabajo continuó mejorando en el 2007 en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Las tasas de paro siguieron descendiendo, principalmente por efecto del intenso crecimiento del empleo. Las condiciones del mercado de trabajo reveleban más presión en muchos países, en especial en los países bálticos, Dinamarca y el Reino Unido. Los flujos internacionales de mano de obra continuaron afectando a la oferta de trabajo en muchos países. Bulgaria, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía parecen haber experimentado fuertes salidas de mano de obra en los últimos años, al igual que Estonia en el 2007. Ello ha contribuido a la escasez de mano de obra cualificada y a la existencia de cuellos de botella en varios sectores de la economía de dichos países, con el consiguiente aumento de la presión salarial. Por el contrario, la República Checa, Dinamarca, Chipre, Hungría, Malta, Eslovaquia, Suecia y el Reino Unido registraron flujos migratorios positivos, en términos netos.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el 2007, la inflación medida por el IAPC aumentó significativamente en muchos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase cuadro 7). Las tasas más elevadas (entre el 4,9% y el 10,1%) se registraron en los países bálticos que crecieron más rápidamente, Bulgaria, Hungría y Rumanía. En el resto de países se situaron en niveles

próximos o ligeramente superiores a la media de la zona del euro (entre el 0,7% y el 3%). La inflación media en 2007 fue inferior al 2% en Dinamarca, Malta, Eslovaquia y Suecia, aunque en estos países repuntó también hacia el final del año, debido principalmente a la subida de los precios de las importaciones de alimentos y energía.

La tendencia alcista de la inflación observada en el 2007 en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue atribuible, en parte, al notable repunte de los precios de la energía y de los alimentos. Además, el rápido crecimiento de la demanda interna en la mayoría de los países contribuyó a las presiones inflacionistas subyacentes.

Los precios de la energía aumentaron en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los precios de los alimentos también subieron significativamente, registrándose los incrementos más acusados en los países bálticos, Bulgaria y Hungría, como consecuencia, en general, de unas condiciones climáticas desfavorables, de los mayores precios de los alimentos en los mercados internacionales y de la mayor presión de la demanda mundial. Además, la solidez de la demanda interna continuó acrecentando las presiones inflacionistas, particularmente en países con un fuerte crecimiento del consumo privado impulsado por el vigoroso crecimiento del crédito, favorecido por unos tipos de interés reales negativos y entradas de capitales considerables. Las presiones inflacionistas también respondieron al fuerte crecimiento salarial en muchos países, derivado del aumento de las tensiones en el mercado de trabajo. El crecimiento de los salarios nominales fue especialmente pronunciado en los países que registraron las mayores tasas de crecimiento del producto (es decir, los países bálticos, Bulgaria y Rumanía), donde excedió las ganancias de productividad, generando un rápido avance de los costes laborales unitarios (en la mayoría de los casos con una tasa de dos dígitos). La tendencia de los precios de importación fue muy diferente en los distintos países, siendo reflejo,

Cuadro 7 Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2004	2005	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Bulgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
República Checa	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Dinamarca	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Chipre	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Letonia	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Lituania	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Hungría	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polonia	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Rumanía	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Eslovaquia	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Suecia	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Reino Unido	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
UE-11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
UE-14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Zona del euro	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-11 se refiere a los once países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007 (excepto Eslovenia).

2) El agregado UE-14 se refiere a los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2007.

en parte, de la distinta evolución de los tipos de cambio. En los países con un grado significativo de flexibilidad cambiaria, la apreciación de la moneda tuvo un impacto moderador generalizado sobre los precios de importación y, dado el relativamente elevado grado de apertura de estos países, también influyó, en última instancia, en la inflación general.

POLÍTICAS FISCALES

Las políticas fiscales aplicadas en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro siguieron siendo heterogéneas en el 2007. Bulgaria, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia y Suecia registraron superávit presupuestarios, mientras que los países restantes registraron déficits (véase cuadro 8). Con la excepción de Rumanía y el Reino Unido, los resultados presupuestarios del 2007 fueron acordes o incluso superiores a los objetivos establecidos en los programas de convergencia actualizados presentados a finales del 2006 o principios del 2007. Sin embargo, en muchos casos, ello se debió a que mejoró la situación de partida de finales del 2006 respecto a la prevista en los programas, y a que aumentaron los ingresos tributarios, lo que a su vez podría explicarse, en parte, porque el crecimiento del PIB fue mayor

de lo esperado originalmente. Los avances en la consolidación fiscal parecen haberse estancado en la mayoría de los países. Se estima que sólo Chipre, Hungría, Polonia y Suecia lograrán un cambio positivo en el saldo presupuestario ajustado de ciclo (o saldo estructural) de al menos un 0,5% del PIB entre el 2006 y el 2007 (excluidas las medidas excepcionales y otras de carácter temporal). Por el contrario, en varios países incluso se relajó el tono de la política fiscal, hasta ser procíclica, a pesar del fuerte crecimiento del producto.

A finales del 2007, la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia estaban sujetos a procedimientos de déficit excesivo. Según se indica en sus respectivos programas de convergencia actualizados para 2007-2008, la ratio de déficit público se redujo en todos estos países en el 2007, salvo en la República Checa. Sin embargo, en enero del 2008 el ministro de Economía checo anunció que el déficit estimado del 2007 se situaría en tan sólo el 1,9% del PIB, en vez del 3,4% establecido en el programa de convergencia. Sólo el programa de convergencia de Eslovaquia preveía que la ratio de déficit público se situara por debajo del valor de referencia del 3% del PIB en el 2007.

Cuadro 8 Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

	2004	2005	2006	Datos de los programas de convergencia 2007
Bulgaria	2,3	2,0	3,2	3,1
República Checa	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Dinamarca	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonia	1,8	1,9	3,6	2,6
Chipre	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Letonia	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Lituania	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Hungría	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polonia	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Rumanía	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Eslovaquia	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Suecia	0,8	2,4	2,5	3,0
Reino Unido	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
UE-11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
UE-14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Zona del euro	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2004	2005	2006	Datos de los programas de convergencia 2007
Bulgaria	37,9	29,2	22,8	19,8
República Checa	30,4	30,2	30,1	30,4
Dinamarca	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonia	5,1	4,4	4,0	2,7
Chipre	70,2	69,1	65,2	60,0
Letonia	14,5	12,5	10,6	9,4
Lituania	19,4	18,6	18,2	17,6
Hungría	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polonia	45,7	47,1	47,6	47,0
Rumanía	18,8	15,8	12,4	11,9
Eslovaquia	41,4	34,2	30,4	30,6
Suecia	52,4	52,2	47,0	39,7
Reino Unido	40,4	42,1	43,2	43,9
UE-11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
UE-14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Zona del euro	69,6	70,3	68,6	66,7

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

Notas: Los datos se basan en la definición de procedimiento de déficit excesivo. Los saldos presupuestarios (datos de la Comisión) excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS. Los datos de 2007 en los programas de convergencia son estimaciones de los gobiernos nacionales y por tanto pueden diferir de los resultados finales.

1) El agregado UE-11 se refiere a los datos de los once países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007 (excepto Eslovenia).

2) El agregado UE-14 se refiere a los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2007.

Por lo que se refiere a las principales decisiones del Consejo ECOFIN con respecto al procedimiento de déficit excesivo adoptadas en el 2007, Malta y el Reino Unido recibieron exenciones en junio y octubre, respectivamente, después de declarar una ratio de déficit público inferior al valor de referencia del 3% del PIB

en el 2006-2007 así como mejoras en su saldo estructural. En cuanto a Polonia, en noviembre del 2007 el Consejo ECOFIN emitió un dictamen declarando que las actuaciones emprendidas por las autoridades polacas estaban en consonancia con la recomendación del Consejo de febrero del 2007; sin embargo, el procedimiento de

déficit excesivo no se suprimió dado que se consideró que la corrección del déficit excesivo estaba sujeta a importantes riesgos.

La ratio de deuda pública se mantuvo considerablemente por debajo del 60% del PIB en el 2007 en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Sólo en Malta y en Hungría fue superior al 60%, pese a que se redujo en el 2007. En el resto de países la ratio de deuda disminuyó o se mantuvo prácticamente estable.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

El saldo agregado de la cuenta corriente y de capital de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro varió considerablemente entre unos países y otros en el 2007 (véase cuadro 9) aunque en general se observó un deterioro en comparación con el 2006. Mientras que Dinamarca y Suecia registraron superávit, el resto de los países contabilizaron déficit. En comparación con las cifras del 2006, estos déficit aumentaron en la mayoría de los países, excepto en Hungría,

Malta y Eslovaquia. Los déficit de Bulgaria y Letonia se situaron por encima del 20% del PIB y en Estonia, Lituania y Rumanía por encima del 10% del PIB. En Chipre, Hungría, Eslovaquia y el Reino Unido, los déficit se situaron entre el 4% y el 8% del PIB. Los desequilibrios externos en la mayoría de los países se debieron al déficit de la balanza comercial, salvo en la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia, donde los déficit de la balanza de rentas (a menudo ligados a la reinversión de los beneficios de empresas de propiedad extranjera) fue el factor más importante.

En muchos de los países que se incorporaron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007, estos déficit son, hasta cierto punto, una consecuencia lógica del proceso de convergencia, en la medida en que reflejan oportunidades de inversión favorables y una suavización del consumo intertemporal. No obstante, en algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro estos abultados déficit por cuenta corriente y de capital registrados también tienen su

Cuadro 9 Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente y Cuenta de capital				Flujos netos de inversión directa				Inversiones de cartera netas			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulgaria	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
República checa	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Dinamarca	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonia	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Chipre	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Letonia	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Lituania	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Hungría	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polonia	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Rumanía	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Eslovaquia	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Suecia	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Reino Unido	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
UE-11 ¹⁾	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
UE-14 ²⁾	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Zona del euro	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Fuente: BCE.

1) El agregado UE-11 incluye la contribución ponderada de los once países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007 (excepto Eslovenia).

2) El agregado UE-14 incluye la contribución ponderada de los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2007.

3) Los datos del 2007 se refieren a la suma de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2007. Para Malta: la suma de cuatro trimestres hasta el segundo trimestre del 2007.

origen en factores cíclicos y en el dinamismo de la demanda interna, lo cual es indicativo de riesgos para la sostenibilidad de las posiciones exteriores, especialmente si van acompañados de un deterioro de la competitividad internacional de precios y costes y de una desaceleración del crecimiento de las exportaciones.

En comparación con el 2006, las entradas netas de inversión directa extranjera en el 2007 disminuyeron considerablemente en Dinamarca, Suecia y el Reino Unido y se mantuvieron bastante estables para el agregado UE-11, aunque se registró un descenso notable en Hungría, Eslovaquia y Malta. En el caso de Malta, esta caída significativa podría considerarse un fenómeno normal tras los elevados niveles observados en el 2006. Aunque las entradas netas de inversión directa extranjera siguieron constituyendo una importante fuente de financiación en varios de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, en los países bálticos, Hungría, Rumanía y el Reino Unido el déficit de la balanza básica (es decir, la suma del saldo agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital y de las entradas netas de inversión directa extranjera) fue superior al 4% del PIB, y en el caso de Letonia superior al 15% del PIB. En cuanto a las entradas netas de inversiones de cartera, el saldo se mantuvo negativo o próximo a cero en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo en Dinamarca y Hungría. En estos dos países, las entradas netas de inversiones de cartera tuvieron su origen en unas entradas netas significativas de valores distintos de acciones –en el caso de Hungría, por los diferenciales de rendimiento– mientras que las entradas netas de acciones y participaciones fueron negativas. Los flujos netos de «otras inversiones» fueron muy positivos en la mayoría de los países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y el 1 de enero de 2007, fundamentalmente como consecuencia de los préstamos concedidos por bancos de titularidad extranjera a sus filiales en la región.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En el 2007, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE

no pertenecientes a la zona del euro reflejó, principalmente, la naturaleza de los regímenes cambiarios vigentes en cada país. Las monedas de Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta y Eslovaquia participaron en el MTC II y mantuvieron una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, excepto la corona danesa, que tiene una banda más estrecha de $\pm 2,25\%$. La participación en el MTC II, en algunos casos, también va acompañada de compromisos unilaterales por parte de estos países con respecto a mantener bandas de fluctuación más estrechas, sin ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, se acordó que la corona estonia y la litas lituana podrían incorporarse al MTC II con sus regímenes de *currency board* actualmente en vigor. Las autoridades maltesas manifestaron su intención de mantener el tipo de cambio de la lira en su paridad central frente al euro, y las autoridades letonas decidieron que mantendrían el tipo de cambio del lats en la paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. Todos los acuerdos sobre la participación en el MTC II de los países que se incorporaron al mecanismo después del 2004 (es decir, todos los mencionados anteriormente, salvo Dinamarca) se basan en diversos compromisos en materia de política suscritos por las respectivas autoridades, que contemplan, entre otras medidas, la aplicación de políticas fiscales prudentes, el fomento de la moderación salarial y la evolución de los salarios en línea con el crecimiento de la productividad, la contención del crecimiento del crédito y la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales.

La corona danesa, la corona estonia, la libra chipriota, la litas lituana y la lira maltesa se mantuvieron estables frente al euro en el 2007 y cotizaron continuamente en su paridad central o en niveles muy próximos a ella. Además, para la libra chipriota y la lira maltesa se fijó el cambio irrevocable frente al euro tras la ampliación de la zona del euro el 1 de enero de 2008.

Sin embargo, la corona eslovaca experimentó un grado de volatilidad relativamente elevado (véase cuadro 10). En un entorno de mejora

Cuadro 10 Evolución en el MTC II

Moneda	Fecha de incorporación	Tipo más alto	Tipo central	Tipo más bajo	Desviación máxima (%)	
					Al alza	A la baja
DKK	1 de enero de 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28 de junio de 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 de mayo de 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2 de mayo de 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28 de junio de 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 de mayo de 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28 de noviembre de 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (después de revaluación)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Fuente: BCE.

Nota: Una desviación a la baja (al alza) corresponde a un movimiento hacia el tipo más bajo (más alto) y representa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al euro. La paridad central de la corona eslovaca fue revaluada un 8,5% el 16 de marzo de 2007. Para las desviaciones máximas declaradas con respecto a cada uno de los tipos centrales en el MTC II, el período de referencia abarca desde el 2 de enero de 2007 hasta el 29 de febrero de 2008.

de los fundamentos macroeconómicos y de perspectivas económicas favorables, la corona entró a mediados del 2006 en un período prolongado de apreciación, que fue más acusado en febrero y en la primera quincena de marzo del 2007. Para contener la volatilidad del tipo de cambio y las presiones excesivas en los mercados, a principios de marzo del 2007 el Národná banka Slovenska intervino para debilitar la moneda. El 19 de marzo de 2007, a petición de las autoridades eslovacas, de mutuo acuerdo y siguiendo un procedimiento ordinario, la paridad central de la corona eslovaca se revaluó un 8,5% frente al euro. Ante unas perspectivas de inflación más moderadas, el Národná banka Slovenska redujo su tipo de interés oficial un total de 50 puntos básicos a finales de marzo y finales de abril del 2007, hasta el 4,25%, lo cual ayudó a estabilizar la corona frente al euro. Desde abril del 2007, la corona eslovaca ha permanecido relativamente estable, fluctuando en valores entre el 5% y el 8% por encima de la nueva paridad central.

El lats letón también experimentó una volatilidad mayor que en años anteriores, aunque continuó fluctuando dentro de la banda estrecha unilateral de $\pm 1\%$ en torno a su paridad central. Tras haber cotizado alrededor de un 1% por encima de su paridad central en el MTC II durante la mayor parte del 2006, el lats se situó en la parte negativa de su banda de fluctuación estrecha unilateral

en dos ocasiones (a mediados de febrero y en septiembre del 2007). El primer episodio se produjo después de que, el 19 de febrero de 2007, Standard & Poors rebajara su calificación de las perspectivas futuras de Letonia (de estables a negativas) y tras los rumores de una posible devaluación de la paridad central de la moneda letona en el MTC II. A mediados de marzo del 2007, el Latvijas Banka actuó para impedir un nuevo debilitamiento del lats, interviniendo en los mercados cambiarios y elevando el tipo de financiación, desde el 5% hasta el 5,5%, a finales de marzo del 2007, y nuevamente, hasta el 6%, casi dos meses más tarde. Los tipos de los depósitos interbancarios a un mes aumentaron significativamente, fluctuando aproximadamente entre 100 y 400 puntos básicos por encima del tipo de financiación. En abril del 2007, las tensiones en los mercados de divisas fueron cediendo ante el compromiso del gobierno de implantar un plan contra la inflación, pero el tipo de interés a un mes se mantuvo considerablemente por encima del tipo mínimo de puja del BCE. El 12 de mayo de 2007, el lats volvió a situarse en la zona positiva de su banda de fluctuación de $\pm 1\%$ y el banco central intervino para impedir que siguiera apreciándose. En septiembre del 2007, volvieron las presiones sobre el lats, a raíz de una rebaja de la calificación crediticia por parte de Moody's y de la preocupación acerca de que el déficit de la balanza por cuenta corriente y

la inflación continuaran subiendo. El Latvijas Banka no intervino en esta ocasión, pero se mantuvo un endurecimiento de las condiciones del mercado monetario.

Con respecto a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participaban en el MTC II éstas evolucionaron de forma considerablemente distinta en cada país (véase gráfico 38). La corona checa y el zloty polaco se apreciaron frente al euro a lo largo de la mayor parte del 2007, situándose el 29 de febrero de 2008 un 8,3% y un 7,8%, respectivamente, por encima de los niveles observados a comienzos del 2007. Tras un período de relativa estabilidad en los tres primeros trimestres del 2007, la libra esterlina se debilitó notablemente frente al euro debido a una mayor incertidumbre económica, que puede atribuirse, en parte, a las perspectivas de crecimiento económico menos favorables, como consecuencia de un debilitamiento del mercado de la vivienda. Por consiguiente, el 29 de febrero de 2008, la libra esterlina se situó un 13,6% por debajo del nivel observado el 2 de enero de 2007. Debido a factores internos y a la fortaleza general del euro, el leu rumano y la corona sueca también registraron un período de debilidad con respecto al euro, cayendo un 10,3% y un 4,1%, respectivamente, en el período analizado. A pesar de algunas fluctuaciones, el forint húngaro se mantuvo prácticamente sin variación en el 2007 y experimentó una ligera depreciación a principios del 2008. El 25 de febrero de 2008,

el Magyar Nemezeti Bank, de común acuerdo con el Gobierno húngaro, decidió eliminar las bandas de fluctuación del forint e introdujo un régimen de libre flotación. Por último, el lev búlgaro permaneció estable en 1,95583 levs por euro, al mantener su régimen de currency board ligado al euro.

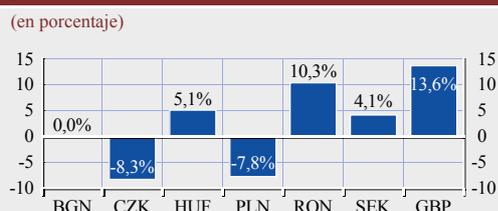
EVOLUCIÓN FINANCIERA

Entre enero del 2007 y febrero del 2008, la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro¹⁰ fue similar a la de la zona del euro, observándose un incremento en la primera parte del año, al que siguió un descenso a partir de agosto del 2007, en un entorno de turbulencias en los mercados financieros internacionales.

En febrero del 2008, los tipos de interés a largo plazo de dichos Estados miembros eran, en promedio, en torno a 25 puntos básicos más altos que a comienzos del 2007, en comparación con el aumento de más de 30 puntos básicos experimentado en la zona del euro. Los mayores incrementos se produjeron en Bulgaria (casi 100 puntos básicos), la República Checa, Hungría y Polonia (unos 80 puntos básicos), como consecuencia, en gran medida, del deterioro de las perspectivas de inflación. En Rumanía, aunque cayeron 50 puntos básicos entre enero del 2007 y febrero del 2008, permanecieron en niveles bastante elevados.

En comparación con los tipos vigentes en la zona del euro, en febrero del 2008 los diferenciales de rendimiento de la deuda pública en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona evolucionaron de manera dispar con respecto a principios del año anterior. Los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo siguieron siendo comparativamente amplios en Rumanía y en Hungría, donde se situaron en torno a 340 puntos básicos y 280 puntos básicos, respectivamente. En estos países, la evolución de las finanzas públicas

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



Fuente: Cálculos de expertos del BCE.
Nota: Un valor positivo (negativo) representa una apreciación (depreciación) del euro. Las variaciones corresponden al período comprendido entre el 2 de enero de 2007 y el 15 de febrero de 2008.

¹⁰ No se dispone de un tipo de interés a largo plazo comparable para Estonia.

y los desequilibrios externos contribuyeron a mantener los diferenciales de los bonos a largo plazo en niveles elevados. Además, en el caso de Rumanía, esta evolución es consecuencia de unas tasas de inflación más altas en los últimos años.

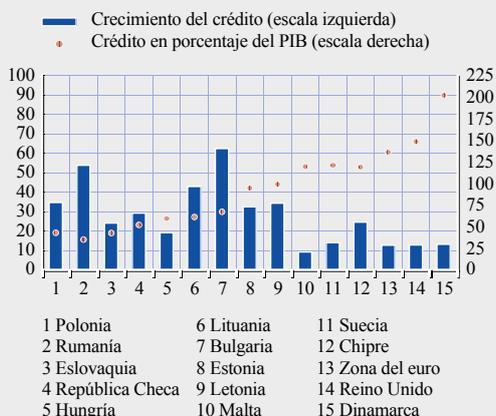
En conjunto, los mercados bursátiles de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron un crecimiento positivo entre enero del 2007 y febrero del 2008. Las subidas más acusadas de las cotizaciones bursátiles se produjeron en Bulgaria, Chipre y Rumanía, países en los que se obtuvieron rentabilidades claramente superiores a las medias registradas en la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX. Sin embargo, en Estonia y Letonia, las cotizaciones disminuyeron a finales de febrero del 2008 hasta los niveles medios observados en el 2006, tras alcanzar máximos históricos en el 2007. Los índices bursátiles de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro reaccionaron con caídas ante las turbulencias que experimentaron los mercados

financieros internacionales durante los meses de verano, ya que algunos inversores retiraron sus activos de los mercados de valores con el fin de mejorar su liquidez general. El clima negativo de las bolsas mejoró parcialmente en septiembre y octubre del 2007. Sin embargo, con posterioridad, los mercados bursátiles de la mayoría de los países del EU-14 volvieron a experimentar un descenso, como consecuencia de la menor tolerancia general al riesgo, y en consonancia con los mercados de valores de la zona del euro y otras grandes economías.

En el 2007, el crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo elevado en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Hacia finales de año, el crecimiento interanual del crédito pareció estabilizarse en muchos países, en parte como consecuencia de la subida de los tipos de interés bancarios, aunque continuó acelerándose en algunos países, como Bulgaria, la República Checa, Lituania y Polonia. La mayor expansión crediticia se registró en los países bálticos, Bulgaria, Polonia y Rumanía, cuyas tasas de crecimiento se situaron entre el 32% y el 62% a finales del 2007. En la República Checa, Chipre, Hungría y Eslovaquia, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado fue de entre el 19% y el 29% en el 2007. El rápido avance del crédito registrado en estas economías, salvo en Chipre, ha de considerarse necesariamente dentro de un contexto de profundización financiera. De hecho, el crédito al sector privado en relación con el PIB se mantiene en niveles muy inferiores a la media de la zona del euro en los países de la UE-11, con la excepción de Chipre y Malta. No obstante, la mayor expansión del crédito también entraña riesgos, ya que en algunos países contribuye a intensificar la demanda interna y, por tanto, a crear excesivos desequilibrios externos e internos. Además, en una serie de países resulta especialmente preocupante la gran proporción, cada vez mayor, de préstamos denominados en moneda extranjera. En Dinamarca, Suecia y el Reino Unido, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se situó en torno al 13% a finales del 2007.

Gráfico 39 Crédito al sector privado en el 2007

(en porcentaje)



Fuentes: BPI, BCE, Eurostat, Banco Central de Chipre y Banco de Inglaterra.

Notas: Los datos corresponden al crédito interno concedido a las instituciones financieras no monetarias, excluidas las Administraciones Públicas. En cuanto al crecimiento del crédito en el 2007 para cada país, se ha utilizado el último mes disponible. Los datos relativos al Reino Unido se basan en una definición nacional.

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

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
Bulgaria	Objetivo de tipo de cambio	Lev búlgaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 1,95583 lev por euro con un sistema de currency board.
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo 3% \pm 1 punto porcentual hasta finales del 2009 y 2% \pm 1 punto porcentual a partir de entonces. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 2,25% en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su sistema de currency board como compromiso unilateral.
Chipre	Objetivo de tipo de cambio	Libra chipriota	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 0,585274 libras chipriotas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de \pm 1% como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de currency board como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación	Forint húngaro	Objetivo de inflación: 3% con un margen de tolerancia de \pm 1 punto porcentual, objetivo a medio plazo. Régimen cambiario de flotación libre desde febrero del 2008, cuando se suprimió el régimen de tipo de cambio fijo frente al euro.
Malta	Objetivo de tipo de cambio	Lira maltesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 0,429300 liras maltesas por euro. Malta mantiene el tipo de cambio frente al euro sin variación respecto a la paridad central como compromiso unilateral.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2,5% con un margen de tolerancia de \pm 1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	Objetivo de inflación: 4%, 3,8% y 3,5% con un margen de tolerancia de \pm 1 punto porcentual, para el final del 2007 y para el 2008 y el 2009, respectivamente. Régimen de tipo de cambio de flotación controlada.
Eslovaquia	Objetivo de inflación en las condiciones del MTC II	Corona eslovaca	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de \pm 15% en torno a una paridad central de 35,4424 coronas eslovacas por euro. El objetivo de inflación para el período 2006-2008 se ha fijado por debajo del 2,5% para finales del 2006 y por debajo del 2% para finales del 2007 y finales del 2008.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de \pm 1 punto porcentual. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC ¹⁾ . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra debe dirigir una carta abierta al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.
1) El IPC es idéntico al IAPC.

POLÍTICA MONETARIA

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

En el 2007, la política monetaria y los regímenes cambiarios de estos Estados se mantuvieron prácticamente sin variación, aunque en unos pocos países se hicieron algunos ajustes en los marcos de política con miras a la futura integración monetaria. No obstante, en febrero del 2008, Hungría suprimió el régimen de tipo de cambio fijo frente al euro y adoptó un objetivo directo de inflación con un tipo de cambio de libre flotación.

Por lo que respecta a las decisiones de política monetaria entre enero del 2007 y febrero del 2008, la mayoría de los bancos centrales que participan en el MTC II adoptaron medidas para endurecer las condiciones monetarias. Estas medidas fueron, con frecuencia, reflejo de las aplicadas por el BCE que, en el 2007, elevó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en un total de 50 puntos básicos, en dos etapas (en marzo y en junio), hasta situarlo en el 4%.

El Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), el Eesti Pank y el Lietuvos bankas, que no tienen tipos de interés oficiales, dados sus regímenes de *currency board*, adoptan automáticamente los nuevos tipos fijados por el BCE. Sin embargo, ante el repunte de la inflación, varios bancos centrales nacionales tomaron medidas adicionales. El Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) abolió, en enero del 2007, la exigencia de reservas adicionales para las entidades de crédito que superaran determinados límites de crecimiento del crédito. Al mismo tiempo, para amortiguar el intenso crecimiento del crédito, decidió aumentar las exigencias de reservas mínimas en 400 puntos básicos, hasta el 12%. Ante la creciente volatilidad del tipo de cambio nominal del lats letón, la

inflación permanentemente muy elevada y el recalentamiento de la demanda interna, la Latvijas Banka aumentó su tipo de financiación un total de 100 puntos básicos, hasta el 6%, y el tipo de la facilidad marginal de crédito un total de 150 puntos básicos, hasta el 7,5%, en los cinco primeros meses del 2007 e intervino en el mercado de divisas en varias ocasiones. A pesar de la subida de los tipos de interés oficiales, los tipos de interés reales a corto plazo en los cuatro países citados siguen siendo negativos, en un contexto de rápido crecimiento del PIB real, de crecientes presiones inflacionistas y de grandes y persistentes desequilibrios externos.

Tras las medidas del BCE, el Danmarks Nationalbank incrementó el tipo de interés aplicado a los préstamos en dos etapas, hasta situarlo en el 4,25%. El 12 de marzo y el 6 de junio de 2007, el Banco Central de Chipre aumentó su tipo marginal de crédito y el tipo de sus facilidades de depósito a un día en 25 puntos básicos en cada fecha, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, en un intento de establecer paulatinamente un margen de un punto porcentual entre los dos tipos y el tipo principal de financiación chipriota, que se mantuvo en el 4,5%. En diciembre del 2007, el tipo principal de financiación se redujo 50 puntos básicos y, por tanto, quedó armonizado con el de la zona del euro, en el 4%. El Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta aumentó su tipo de intervención central en dos ocasiones (25 de enero y 29 de mayo de 2007), en 25 puntos básicos cada vez, situándolo en el 4,25%. Estas decisiones se adoptaron en un entorno de nuevos descensos de las reservas exteriores y un notable estrechamiento del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al euro a favor de la lira maltesa, principalmente como consecuencia de la subida de tipos de interés en la zona del euro. En diciembre del 2007, el tipo de interés oficial se redujo 25 puntos básicos, quedando así armonizado con el de la zona del euro. Las últimas decisiones adoptadas por los bancos centrales de Chipre y Malta en materia de tipos de interés formaron parte de su preparación final antes de incorporarse a la zona del euro el 1 de enero de 2008. El 25 de abril de 2007, el

Národná banka Slovenska redujo su tipo *repo* un total de 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25% (y amplió la banda de los tipos a un día alrededor del tipo *repo*), debido a que las perspectivas de inflación eran contenidas.

Las decisiones de política monetaria de los bancos centrales nacionales que tienen objetivos de inflación y no participan en el MTC II variaron entre unos países y otros, como consecuencia, principalmente, de sus diferentes situaciones cíclicas y perspectivas de inflación. Ante el aumento de las presiones inflacionistas y la revisión al alza de sus previsiones de inflación para el 2007 y el 2008, el Česká národní banka incrementó su tipo principal de financiación cuatro veces en el 2007, en un total de 100 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,5%. El Narodowy Bank Polski subió su tipo de interés oficial en cuatro etapas, en un total de 100 puntos básicos, hasta el 5%. En enero y febrero del 2008, el tipo de interés oficial volvió a elevarse un total de 50 puntos básicos, hasta el 5,5%. Se consideró necesario un endurecimiento monetario ante la probabilidad de que la inflación superara el objetivo establecido como consecuencia de un crecimiento del PIB real por encima de su potencial, del elevado crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios y de la relajación de la política fiscal. El Sveriges Riksbank subió su tipo de interés oficial en cinco etapas, en un total de 125 puntos básicos, hasta colocarlo en el 4,25% en febrero del 2008, con el fin de que las previsiones de inflación retornen al objetivo establecido del 2%.

En el 2007, el Banco de Inglaterra aumentó su tipo de interés oficial en tres ocasiones, en un total de 75 puntos básicos, hasta el 5,75%, principalmente en un entorno de firme crecimiento y elevada inflación, aunque posteriormente lo redujo en 50 puntos básicos, hasta el 5,25%. Estas últimas decisiones se adoptaron ante los indicios de un crecimiento más débil.

A diferencia de lo ocurrido en la mayor parte del resto de países, el Magyar Nemzeti Bank redujo su tipo de interés oficial en dos etapas, en un

total de 50 puntos básicos, hasta el 7,5%, ya que el objetivo de inflación a medio plazo parecía alcanzable. En el 2007, la Banca Națională a României recortó su tipo de interés oficial en cuatro etapas, en un total de 175 puntos básicos, hasta situarlo en el 7% en junio del 2007, ante la mejora de las perspectivas de inflación y una apreciación del tipo de cambio nominal más acusada de lo esperado. Sin embargo, en octubre del 2007 y en enero y febrero del 2008, el tipo de interés oficial se incrementó un total de 200 puntos básicos, hasta el 9%, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de inflación, debido a perturbaciones tanto de oferta como de demanda.



CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

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

I.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Las operaciones de política monetaria del Eurosistema comprenden, por una parte, operaciones de mercado abierto, como las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y las operaciones de ajuste y, por otra parte, las facilidades permanentes. Dentro del marco operativo para la aplicación de la política monetaria, que también incluye el sistema de reservas mínimas, estos instrumentos se utilizan para gestionar la situación de liquidez en el mercado monetario interbancario, principalmente con el objetivo de controlar los tipos de interés a muy corto plazo –en particular el tipo de interés a un día del mercado monetario– para mantenerlo en niveles próximos al tipo mínimo de puja en las OPF, que es el tipo de interés oficial del Eurosistema.

En dos ocasiones a lo largo del 2007, a saber, el 8 de marzo y el 6 de junio, el Consejo de Gobierno elevó el tipo mínimo de puja en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 4%, respectivamente. Como en ocasiones anteriores, desde la modificación del marco operativo en marzo del 2004 estas variaciones de los tipos de interés no influyeron en la situación de liquidez ni en el tipo de interés a un día del mercado monetario de forma significativa antes de entrar en vigor, lo que pone de manifiesto que dicha modificación ha contribuido significativamente a aislar los tipos de interés a muy corto plazo del impacto de las expectativas de un cambio en la orientación de la política monetaria. No obstante, a partir del 9 de agosto de 2007, el Eurosistema se enfrentó a uno de los períodos más difíciles para la ejecución de la política monetaria desde la introducción del euro, cuando las turbulencias en los mercados financieros originadas por la crisis del segmento de alto riesgo (*subprime*) del mercado hipotecario de Estados Unidos se contagiaron al mercado monetario del euro. En cuestión de horas, ante la falta de liquidez que sufrió este mercado en la mañana del 9 de agosto, el Eurosistema reaccionó inyectando en el mercado liquidez adicional por importe de 95 mm de euros al tipo oficial del 4% en

Gráfico 40 Diferencial del EONIA



Fuente: BCE.

una operación de ajuste a plazo de un día. Esta cifra representa el volumen más alto adjudicado en una operación de ajuste hasta esa fecha. A partir de entonces y hasta finales del 2007, las operaciones de mercado abierto del Eurosistema siguieron viéndose muy afectadas por las turbulencias. En el recuadro 9 se describen las medidas operativas concretas que el Eurosistema adoptó para hacer frente a las tensiones en el mercado monetario y se subraya el papel desempeñado por el sistema de activos de garantía para facilitar la ejecución de la política monetaria en este período de volatilidad en los mercados financieros.

Un indicador que reviste particular relevancia para evaluar hasta qué punto el BCE logró controlar la evolución de los tipos de interés a muy corto plazo es el diferencial entre el tipo de interés a un día del mercado monetario, medido por el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día), un importante tipo de interés de referencia para el mercado monetario, y el tipo mínimo de puja en las OPF (véase gráfico 40). En el 2007, este diferencial del EONIA se situó, en promedio, en 3 puntos básicos, es decir, por debajo de los 8 puntos básicos observados en el 2006. Al mismo tiempo, la volatilidad de este diferencial, medida por la desviación típica, aumentó hasta 12 puntos básicos en el 2007, desde los 5 puntos básicos del año anterior. Esta evolución refleja, principalmente, la volatilidad

existente en los mercados a partir del 9 de agosto: aunque el BCE pudo, de hecho, controlar el tipo medio de interés a un día para mantenerlo en niveles bastante próximos al tipo mínimo de puja durante todo el año, ello vino acompañado de un incremento de la desviación típica del diferencial del EONIA desde los 6 puntos básicos observados antes del 9 de agosto hasta los 17 puntos básicos que se registraron desde ese día. Durante el mismo período, el nivel del diferencial se redujo, en promedio, de 6 a -3 puntos básicos.

NECESIDADES DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO

Cuando el Eurosistema inyecta liquidez mediante operaciones de mercado abierto, tiene en cuenta una valoración diaria de las necesidades de liquidez del sistema bancario para el conjunto de la zona euro. Dichas necesidades se calculan sumando las exigencias de reservas mínimas, el exceso de fondos mantenido respecto a dichas exigencias en las cuentas corrientes de las entidades de crédito en el Eurosistema (exceso de reservas) y los factores autónomos. Los factores autónomos son aquellas partidas del balance del Eurosistema, como los «billetes en circulación» y los «depósitos de las Administraciones Públicas», que influyen en los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito, pero no,

están sometidos al control directo de la gestión de liquidez del Eurosistema.

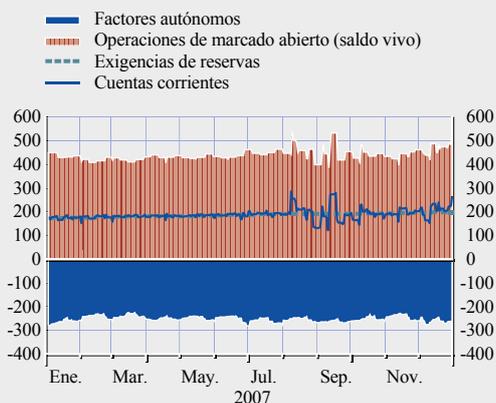
En el 2007, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro (véase gráfico 41) ascendieron, en promedio, a 441,5 mm de euros, un 5% más que en el 2006. La causa principal de este incremento fue el crecimiento sostenido de las exigencias medias de reservas, en un 14%, hasta 187,4 mm de euros, que se contrarrestó, sólo en parte, con una reducción de los factores autónomos, del 2%, hasta 252,2 mm de euros. Entre los factores autónomos, los billetes en circulación experimentaron un aumento significativo, aunque su tasa de crecimiento se redujo hasta el 9%, desde el 11% registrado en el 2006. No obstante, el impacto, en forma de drenaje de liquidez, del crecimiento de los billetes en circulación se vio compensado, con creces, por la evolución de otros factores autónomos. Aunque, en promedio, el exceso de reservas de los períodos de mantenimiento que finalizaron en el 2007 aumentó de 0,2 mm de euros a 0,9 mm de euros, esta partida siguió siendo insignificante en términos relativos, ya que sólo constituyó el 0,5% de las exigencias de reservas.

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en cuentas corrientes en el Eurosistema. Como ha venido ocurriendo desde 1999, en el 2007 dichas reservas ascendieron al 2% de la base de reservas de las entidades de crédito. Es el crecimiento de la base de reservas, que se determina en función de ciertos pasivos a corto plazo de los balances de las entidades de crédito, lo que explica el incremento del 14% de las exigencias de reservas, antes mencionado, en el 2007. Dado que, en cualquier período de mantenimiento el Eurosistema remunera las reservas mantenidas a un tipo de interés equivalente a la media del tipo marginal de las OPF, el sistema de reservas mínimas no impone costes significativos al sector bancario. Al mismo tiempo, el sistema cumple dos funciones importantes dentro del marco operativo para la ejecución de la política monetaria: en primer lugar, estabiliza los tipos

Gráfico 41 Factores de liquidez en la zona del euro en el 2007

(mm de euros)



Fuente: BCE.

de interés a corto plazo del mercado monetario porque las exigencias de reservas se cumplen en promedio a lo largo de todo el período de mantenimiento, lo que permite a las entidades de crédito compensar entradas y salidas temporales e imprevistas de liquidez de sus cuentas; en segundo lugar, amplía el déficit de liquidez del sistema bancario, es decir, la necesidad general de financiarse recurriendo al Eurosistema.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El Eurosistema utiliza las OPF, las OFPML y a las operaciones de ajuste para gestionar la situación de liquidez del mercado monetario. Todas las operaciones de inyección de liquidez tienen que estar totalmente garantizadas. Las OPF son operaciones regulares, de periodicidad semanal, y normalmente tienen un plazo de una semana. Constituyen el instrumento principal para gestionar la situación de liquidez en el mercado y señalar la orientación de la política monetaria. En el 2007 se ejecutaron mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja, que es el tipo de interés oficial del BCE. Si bien el número de entidades de contrapartida que pueden tomar parte en estas operaciones es elevado (1.693 a finales del 2007), en el 2007, en realidad participaron, en promedio, 338 entidades, es decir, un 10% menos que en el 2006 (377). Hasta el 8 de agosto, el BCE había adjudicado, en promedio, 292 mm de euros en las OPF. El BCE proporcionó liquidez adicional por importe de 1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia, que es la suma que permite a las entidades de contrapartida cumplir sus exigencias de reservas sin problemas hasta la liquidación de la OPF siguiente¹, en todas las ocasiones, salvo en una (en la que la adjudicación superó en 2 mm de euros el importe de referencia). Por consiguiente, el BCE mantuvo una política que había iniciado en octubre del 2005 consistente en proporcionar liquidez ligeramente por encima de la adjudicación de referencia para contrarrestar las presiones al alza sobre el diferencial del EONIA. Después del 9 de agosto, la adjudicación media descendió hasta 200 mm de euros, como resultado de la provisión de liquidez adicional en OFPML

complementarias (véase más adelante y recuadro 9).

Las OFPML son operaciones de inyección de liquidez con un plazo de tres meses que se llevan a cabo mensualmente. Se realizan como subastas a tipo de interés variable en sentido estricto (sin límite alguno sobre los tipos de puja) con un importe de adjudicación anunciado previamente, que se estableció en 50 mm de euros a comienzos del 2007. En estas operaciones pueden participar las mismas entidades de contrapartida que en las OPF; de ellas, en promedio, en el 2007 participaron 145, en comparación con 162 en el 2006. Después del 9 de agosto de 2007, se realizaron dos OFPML complementarias (con liquidación el 24 de agosto y el 13 de septiembre), que posteriormente se renovaron con un ajuste del importe total. A finales del 2007, el saldo vivo de OFPML ascendía a 268 mm de euros, casi un 80% más que la cifra registrada a comienzos de agosto.

El BCE realiza operaciones *ad hoc* de ajuste para inyectar y absorber liquidez, a fin de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. El Eurosistema ha seleccionado un número limitado de entidades de contrapartida entre las más activas en el mercado monetario para llevar a cabo estas operaciones (127 al final del 2007). En el 2007, el BCE realizó 24 operaciones de ajuste, 18 de las cuales después del 9 de agosto como resultado de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros, frente a las 31 realizadas en los ocho años transcurridos entre 1999 y el 2006. Las seis operaciones realizadas antes del 9 de agosto se ejecutaron para restablecer el equilibrio de liquidez el último día del período de mantenimiento, como ha sido práctica habitual

1 La adjudicación de referencia permite a las entidades de contrapartida, en su conjunto, mantener saldos en cuentas corrientes próximos a sus reservas mínimas obligatorias, teniendo en cuenta las necesidades de liquidez previstas y los desequilibrios de liquidez acumulados ya durante el mismo período de mantenimiento. Véase una definición exacta de la adjudicación de referencia en el recuadro titulado «Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación» del Boletín Mensual del BCE de abril del 2004.

Recuadro 9

LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Provisión de liquidez en una etapa más temprana del período de mantenimiento de reservas

En sus operaciones de mercado abierto, el Eurosistema normalmente proporciona liquidez de tal forma que permite a las entidades de crédito mantener cuentas corrientes en el Eurosistema por importes cercanos a sus exigencias de reservas, cumpliendo así esas exigencias proporcionalmente a lo largo del período de mantenimiento. Para alcanzar este objetivo, en las operaciones principales de financiación (OPF), se adjudican importes cercanos a la adjudicación de referencia. El propósito de esta política de adjudicaciones es mantener los tipos de interés a muy corto plazo en niveles próximos al principal tipo de interés oficial, es decir, el tipo mínimo de puja de las OPF del Eurosistema. Sin embargo, una vez que las turbulencias que afectaron a los mercados financieros se extendieron al mercado monetario a un día de la zona del euro en la mañana del 9 de agosto del 2007, se observó que las entidades de crédito mostraban una preferencia por cumplir sus exigencias de reservas en una etapa relativamente temprana del período de mantenimiento en un contexto de aparente reducción del volumen de negociación en los segmentos del mercado monetario a plazo más largo.

Por lo tanto, a fin de alcanzar su objetivo para los tipos de interés a muy corto plazo, el BCE «adelantó» la provisión de reservas, es decir, aumentó la oferta de liquidez hacia el comienzo del período de mantenimiento y la redujo hacia finales de dicho período¹. Este adelanto de las reservas en los primeros días siguientes al 9 de agosto de 2007 se logró inyectando liquidez adicional en cuatro operaciones de ajuste a un día. A comienzos de septiembre se realizó una quinta operación de esta naturaleza. A partir de entonces, la liquidez adicional al principio del período de mantenimiento se proporcionó en las OPF ordinarias. En todos los casos, la liquidez proporcionada para todo el período de mantenimiento fue la misma; sólo se adaptó el momento en que se realizó la provisión, como lo demuestra la trayectoria seguida por el exceso de reservas diario, es decir, la diferencia entre los saldos en cuentas corrientes y las exigencias de reservas de las entidades de crédito en el transcurso de un período de mantenimiento (véase gráfico). Mientras que el exceso de reservas diario se mantuvo, en promedio, en niveles relativamente cercanos a cero en los períodos de mantenimiento anteriores a agosto del 2007, sobrepasó con

Exceso de reservas diario durante el transcurso de un período de mantenimiento

Eje horizontal: número de días que faltan hasta el final del período;
Eje vertical: exceso de reservas diario en mm de euros observado en promedio

— Exceso de reservas diario (períodos de mantenimiento finalizados entre agosto del 2005 y agosto del 2007)
..... Exceso de reservas diario (períodos de mantenimiento finalizados entre septiembre del 2007 y febrero del 2008)



Fuente: BCE.

¹ El Eurosistema había adelantado la provisión de reservas proporcionando liquidez ligeramente por encima de la adjudicación de referencia en las OPF realizadas ya antes de que se produjeran las turbulencias. Sin embargo, el grado de adelanto fue mucho mayor durante el período de turbulencias, como puede observarse en el gráfico.

creces esa cifra al comienzo de los períodos de mantenimiento siguientes y se situó muy por debajo de cero hacia el final de dichos períodos.

El 8 de octubre y el 23 de noviembre, el BCE anunció² (a través de los servicios electrónicos de información) que reforzaría su política de «adelanto de la liquidez» y que controlaría la liquidez para tratar de alcanzar una situación más equilibrada también durante el período de mantenimiento si ello fuera necesario para mantener los tipos de interés a corto plazo en niveles próximos al tipo mínimo de puja. En línea con esta comunicación, el BCE adjudicó de forma constante importes significativamente superiores a la adjudicación de referencia en la OPF, y siempre que comenzaron a observarse notables presiones a la baja sobre el tipo de interés a un día, el BCE realizó operaciones de ajuste para absorber liquidez. Además de las operaciones de ajuste habituales del último día del período de mantenimiento, estas operaciones de ajuste encaminadas a drenar liquidez se realizaron el 12 de octubre, el 7 de diciembre, el 17 de diciembre y, como se indica más adelante, hacia finales de año. El 14 de enero de 2008, el BCE confirmó que mantendría su política de adelanto de liquidez mientras fuera necesario.

Operaciones de financiación a plazo más largo complementarias

La volatilidad en los mercados financieros pareció aumentar la preferencia de los bancos por reducir sus necesidades de liquidez futuras, lo que dio lugar a notables tensiones en el mercado monetario, no sólo en el segmento de corto plazo, sino también en plazos más largos, en los que se observó un volumen de negociación muy bajo. Para facilitar una normalización de la situación, el Eurosistema incrementó el porcentaje de financiación proporcionado a través de operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, reduciendo, al mismo tiempo, el proporcionado en las OPF a una semana. Por consiguiente, el importe total de financiación no experimentó variación, pero se amplió el plazo medio de vencimiento reduciéndose temporalmente las necesidades de liquidez futuras del sistema bancario. Concretamente, se realizaron dos OFPML complementarias con un plazo de vencimiento de tres meses, una el 23 de agosto y otra el 12 de septiembre, por importes de 40 mm de euros y 75 mm de euros, respectivamente. Dado que las OFPML ordinarias se llevaron a cabo como de costumbre, el importe total proporcionado a través de este tipo de operaciones aumentó de 150 mm de euros (tres adjudicaciones de 50 mm de euros) a 265 mm de euros, mientras que la magnitud de las OPF se redujo desde unos 300 mm de euros hasta menos de 200 mm de euros. Las OFPML complementarias se renovaron a su vencimiento en noviembre y diciembre, ajustando los importes adjudicados a 60 mm de euros en cada caso. El 7 de febrero de 2008 se anunció que dichas operaciones volverían a renovarse en febrero y marzo del 2008.

Medidas especiales adoptadas hacia finales del año

Las entidades de crédito suelen mostrarse más reacias a prestar fondos en el mercado monetario en las últimas semanas del año por motivos relacionados con el balance. Se preveía que este fenómeno bien conocido iba a ser especialmente acusado en el 2007. Por lo tanto, en una nota de prensa publicada el 30 de noviembre, el BCE anunció medidas especiales para aliviar las tensiones en el mercado monetario durante ese período. El vencimiento de la OPF adjudicada el 18 de diciembre se prorrogó excepcionalmente de una a dos semanas para que las entidades de crédito pudieran hacer frente a sus necesidades de liquidez durante la época de Navidad y finales del año en previsión de este período difícil. El 17 de diciembre, el BCE también comunicó a través de los servicios electrónicos de

² La lista completa de declaraciones emitidas por el BCE puede consultarse en la siguiente dirección: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>.

información que, en esta OPF con vencimiento a dos semanas, se apartaría del procedimiento habitual de adjudicación y satisfaría todas las pujas que se presentasen al tipo medio ponderado de la OPF anterior, que fue del 4,21%, o por encima de ese tipo. El motivo principal por el que se adoptó esta decisión fue la aparente evidencia de que las necesidades de liquidez podrían impulsar al alza los tipos de puja hasta niveles no deseables. Así, el BCE adjudicó 348,6 mm de euros, es decir, 168,1 mm de euros por encima del importe de referencia. La provisión de esta abundante liquidez se tradujo en una presión a la baja sobre el tipo de interés a un día. Para atenuar esta presión, el BCE realizó una serie de operaciones de ajuste encaminadas a drenar liquidez, la última de las cuales tuvo lugar el 3 de enero, víspera de la liquidación de la primera OPF del 2008. En promedio, el BCE absorbió 143,8 mm de euros al día a través de operaciones de ajuste. Sin embargo, también proporcionó liquidez adicional por importe de 20 mm de euros a un tipo de subasta marginal del 4,20% en la OPF que abarcó el final del año, dando así cabida a las demandas de mayor liquidez de las entidades de contrapartida durante este período. Como resultado de la abundantísima provisión de liquidez, el EONIA se situó 8 puntos básicos por debajo del tipo mínimo de puja en el último día de negociación del 2007, mientras que, en los dos años anteriores, se había situado 19 y 17 puntos básicos por encima de dicho tipo.

Operaciones ligadas a las operaciones de financiación a plazo en dólares estadounidenses (US dollar Term Auction Facility)

Como, al parecer, a las entidades de crédito de la zona del euro les preocupaba especialmente la disponibilidad de financiación en dólares estadounidenses, el BCE estableció un acuerdo de divisas recíproco (línea *swap*) en relación con la operación de financiación a plazo en dólares (*Term Auction Facility*) de la Reserva Federal. El Eurosistema proporcionó la financiación en dólares recibida a través de esta línea *swap* a sus entidades de contrapartida a cambio de garantías admisibles para las operaciones de crédito del Eurosistema en dos operaciones que se liquidaron el 20 y el 27 de diciembre. El Banco Nacional de Suiza también realizó operaciones similares. En cada una de las operaciones del Eurosistema, se proporcionaron fondos en dólares por un importe de 10 mm de dólares a entidades de contrapartida con acceso a la facilidad marginal de préstamo a un plazo aproximado de un mes. Las dos operaciones se realizaron a un tipo de interés fijo igual al tipo marginal de las subastas simultáneas de la Reserva Federal, el 4,65% y el 4,67%, respectivamente, y se presentaron pujas por importe de 22 mm de dólares estadounidenses el 17 de diciembre y de 14 mm de dólares estadounidenses el 20 de diciembre. Estas operaciones no tuvieron un efecto directo en la situación de liquidez en euros, pero estaban encaminadas a mejorar las condiciones de financiación a escala mundial. Las operaciones se renovaron en enero del 2008, pero las necesidades de liquidez en dólares estadounidenses se habían reducido, como lo puso de manifiesto el hecho de que el volumen de pujas fuera decreciente. Por ello, el BCE no realizó ninguna operación de financiación en dólares estadounidenses en febrero.

El sistema de activos de garantía en el período de volatilidad de los mercados financieros

Debido a que la gama de garantías admisibles es muy amplia, el sistema de activos de garantía del Eurosistema ha estado bien equipado para facilitar la puesta en práctica de la política monetaria durante el período de turbulencia en los mercados. Como demuestran los gráficos 42 y 43, la disponibilidad de garantías no ha constituido una limitación para el Eurosistema, ni siquiera en el momento más difícil desde el punto de vista de la demanda de crédito durante dicho período. En este contexto, el sistema de activos de garantía ha facilitado el acceso a los recursos del banco central a un amplio grupo de entidades de contrapartida.

desde noviembre del 2004. Cuatro de ellas tenían por objeto absorber liquidez, mientras que las otras dos se realizaron para inyectar liquidez, dada la ligeramente mayor probabilidad de que se produjera un exceso de liquidez después de adjudicar un importe superior a la adjudicación de referencia en la última OPF del período de mantenimiento. En dos ocasiones no se pudo alcanzar el importe previsto para la operación de absorción de liquidez, debido a la insuficiencia de pujas. La práctica de realizar operaciones de ajuste a fin de período se mantuvo después del 9 de agosto. Sin embargo, la mayoría de estas operaciones que se realizaron después (un total de 14) se utilizó para contrarrestar fluctuaciones en la situación de liquidez y en el tipo de interés a un día relacionadas con las turbulencias de los mercados financieros dentro del período de mantenimiento (véase recuadro 9).

FACILIDADES PERMANENTES

Las entidades de contrapartida pueden utilizar, a iniciativa propia, las dos facilidades permanentes para obtener liquidez a un día, previa presentación de activos de garantía admisibles, o para realizar depósitos a un día en el Eurosistema. A finales del 2007, el número de entidades de contrapartida que tenían acceso a la facilidad marginal de crédito era de 2.122, mientras que 2.798 podían acceder a la facilidad de depósito. Los tipos de interés aplicados a las facilidades de crédito y de depósito, que se sitúan en 100 puntos básicos por encima y por debajo, respectivamente, del tipo mínimo de puja de las OPF, constituyen, en principio, un tope máximo y un mínimo para el tipo de interés a un día y, por lo tanto, cumplen una importante función en la ejecución de la política monetaria. En el 2007, en términos medios, se recurrió a la facilidad marginal de crédito por un importe diario de 0,2 mm de euros y a la facilidad de depósito por un importe de 0,5 mm de euros al día, lo que representó un incremento de 0,1 mm de euros y de 0,3 mm de euros, respectivamente, en comparación con el año anterior. El incremento en el recurso medio a la facilidad de depósito puede atribuirse a la evolución de los mercados después del 9 de agosto.

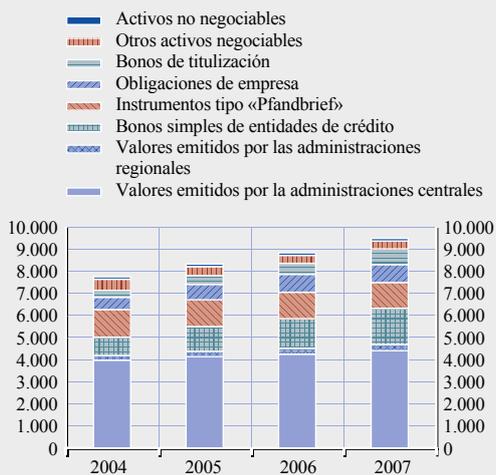
ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En consonancia con las prácticas que siguen los bancos centrales a nivel mundial, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de basarse en garantías adecuadas. Tal adecuación implica que, en primer lugar, el Eurosistema queda protegido frente a pérdidas incurridas en sus operaciones de crédito y, en segundo lugar, que deben existir suficientes activos de garantía disponibles para un amplio grupo de entidades de contrapartida, de modo que el Eurosistema pueda proporcionarles el volumen de liquidez que considere necesario a través de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago. Para facilitar la consecución de estos objetivos, el Eurosistema admite como garantía una amplia gama de activos, lo que ha resultado ser una característica estabilizadora en el contexto actual de turbulencias en los mercados financieros, ya que ha permitido a las entidades de contrapartida disponer de suficientes activos de garantía para tener acceso a las operaciones de crédito del Eurosistema.

En el 2007, el importe medio de los activos negociables admitidos como garantía ascendió a 9,5 billones de euros, lo que representa un aumento de un 7,7% en comparación con el 2006 (véase gráfico 42). La deuda de las Administraciones Públicas, cifrada en 4,7 billones de euros, representó el 49% del total, mientras que el resto de los activos negociables fueron bonos simples de entidades de crédito (1,6 billones de euros, es decir, un 17%), instrumentos de renta fija tipo «Pfandbrief» emitidos también por entidades de crédito (1,2 billones, equivalentes al 12%), renta fija privada (0,8 billones de euros, o un 9%), bonos de titulización (0,7 billones, o un 8%) y otros tipos de bonos, como los emitidos por organismos supranacionales (0,4 billones, o un 4%). Además, a partir del 1 de enero de 2007, se han incluido en la lista única de activos de garantía activos no negociables que comprenden, en particular, créditos (también denominados préstamos bancarios). Sin embargo, como la admisión de estos activos no se determina antes de su aceptación, el volumen potencial de estos

Gráfico 42 Activos de garantía admitidos

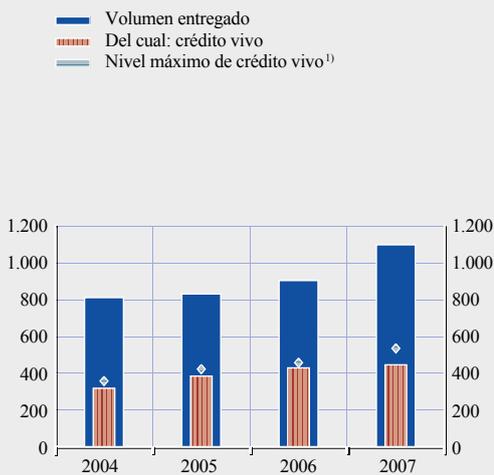
(mm de euros; medias anuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 43 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y volumen utilizado en las operaciones de política monetaria

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Nivel máximo de crédito vivo en las operaciones de política monetaria

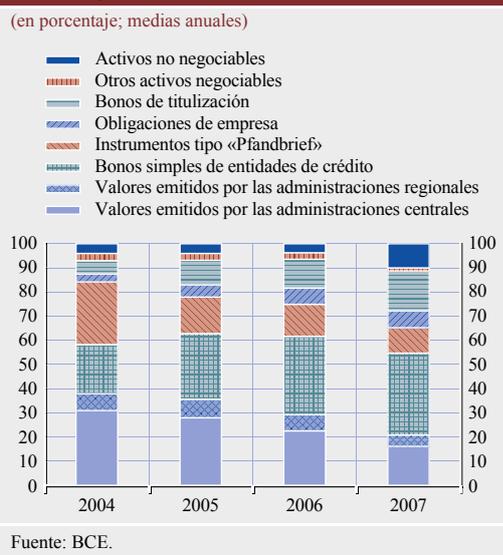
activos no puede medirse con facilidad. Su utilización en el 2007 ascendió a 0,1 billones de euros, lo que representa un 1% del total de activos de garantía admitidos en el Eurosistema.

El valor medio de los activos negociables y no negociables depositados por las entidades de contrapartida como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema aumentó significativamente, desde un promedio de 906 mm de euros en el 2006 hasta 1.101 mm de euros en el 2007. Este incremento se debió, principalmente, al hecho de que las entidades depositaron grandes volúmenes adicionales de garantías en el Eurosistema tras desencadenarse las turbulencias financieras en agosto (véase gráfico 43). Como puede observarse al comparar los activos de garantía con el saldo vivo del crédito del Eurosistema a las entidades de contrapartida, la proporción de activos de garantía depositados no utilizada para cubrir créditos relacionados con operaciones de política monetaria siguió siendo elevada, de lo que se deduce que la disponibilidad de activos de garantía en magnitud suficiente no ha representado una limitación para las entidades de contrapartida del Eurosistema tras la aparición de las turbulencias.

Por lo que respecta a los tipos de activos depositados como garantía en el Eurosistema, la proporción media anual de deuda pública se redujo del 23% en el 2006 hasta el 15% en el 2007. Los bonos simples, emitidos por entidades de crédito, siguieron constituyendo la clase cuantitativamente más importante de activos depositados en el Eurosistema (33% en promedio en el 2007). La proporción de bonos de titulización aumentó, en promedio, del 12% en el 2006 al 16% en el 2007.

Tras la introducción el 1 de enero de 2007, para toda la zona del euro, de activos no negociables como activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, las entidades de contrapartida han comenzado a recurrir a esta nueva fuente de garantías. En promedio anual, esta clase de activos representó el 10% del total de activos de garantía depositados, en comparación con el 4% en el 2006 (véase gráfico 44). El número de créditos cuya calidad pudo ser evaluada siguió siendo limitado en el 2007 (véase la sección sobre gestión de riesgos). Así, todavía no se ha aprovechado en su totalidad el potencial que ofrece esta fuente adicional de activos de garantía.

Gráfico 44 Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos)



El 24 de mayo de 2007, el Consejo de Gobierno aprobó dos pequeños ajustes respecto al sistema de activos de garantía:

- Se modificó el calendario para la retirada gradual de los activos de la lista dos admitidos como garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema².
- Se definieron con mayor precisión los criterios de residencia respecto a los activos admitidos como garantía para los créditos del Eurosistema³.

GESTIÓN DE RIESGOS

El Eurosistema contrarresta el riesgo de crédito en sus operaciones de financiación exigiendo a las entidades de contrapartida que presenten garantías adecuadas. No obstante, a pesar de este requisito, el Eurosistema todavía puede verse expuesto a diversos riesgos financieros en el caso de que se produzca dicho impago. Entre estos riesgos, cabe señalar el riesgo de crédito asociado a la garantía aceptada y los riesgos de mercado y de liquidez derivados de movimientos adversos del precio de la garantía durante el período de liquidación tras un impago de la contraparte. Para reducir esos riesgos a

niveles aceptables, el Eurosistema mantiene estrictos requisitos de calidad crediticia para los activos aceptados como garantía, valora las garantías diariamente y aplica medidas de control de riesgo apropiadas. Los riesgos financieros que entrañan las operaciones de crédito se cuantifican y comunican a los órganos rectores del BCE.

Para garantizar el cumplimiento de sus estrictos criterios de calidad crediticia en lo que a los activos de garantía se refiere, el Eurosistema se apoya en un conjunto de procedimientos, normas y técnicas que, en conjunto, constituyen el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF, en sus siglas en inglés). Para los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, el ECAF define el umbral de calidad crediticia en términos de una evaluación del crédito de «A»⁴. El ECAF contempla otras fuentes alternativas de evaluación del crédito. La introducción, para toda la zona del euro, de activos no negociables como garantía admisible para las operaciones de crédito del Eurosistema a partir del 1 de enero de 2007 se combinó con el primer, aunque todavía limitado, uso de sistemas basados en calificaciones internas (sistemas IRB) de las entidades de contrapartida del Eurosistema

- 2 Los activos negociables emitidos antes del 31 de mayo de 2007, que se negocian en mercados no regulados y cumplen actualmente los requisitos del Eurosistema en materia de seguridad y accesibilidad, pero no de transparencia, seguirán siendo admitidos hasta el 31 de diciembre de 2009, pero dejarán de serlo a partir de esa fecha.
- 3 Como resultado de la conclusión del sistema único de activos de garantía el 1 de enero de 2007, el Eurosistema ha especificado que, con la excepción de las instituciones internacionales o supranacionales, los emisores de activos negociables admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema habrán de estar radicados en el EEE o en uno de los cuatro países del G-10 no pertenecientes al EEE (Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos). Los activos emitidos después del 1 de enero de 2007 por entidades radicadas fuera del EEE o de los países del G-10 no pertenecientes al EEE no serán admitidos, independientemente de que haya o no garantía disponible de una entidad radicada en el EEE. No obstante, los activos emitidos antes del 1 de enero de 2007 seguirán siendo admitidos hasta el 31 de diciembre de 2011 y sólo dejarán de serlo a partir de esa fecha.
- 4 Se entiende por «A» una calificación mínima a largo plazo de «A-» de Fitch o Standard & Poor's, de «A3» de Moody's o de «AL» de DBRS.

como una nueva fuente de evaluación crediticia. Como consecuencia del limitado uso de estos sistemas, la mayoría de los créditos aceptados por primera vez a partir del 1 de enero de 2007 y remitidos posteriormente al Eurosistema eran títulos de crédito frente a entidades del sector público, para las que se obtiene una evaluación crediticia implícita a partir de la evaluación del país en el que está radicado el deudor o avalista en cuestión.

En el 2007 se añadieron al ECAF varios elementos. Tras una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 19 de octubre de 2007, se ha incorporado al ECAF, a partir del 1 de enero de 2008, la agencia de calificación crediticia DBRS como fuente externa de evaluación de la calidad crediticia. El Consejo de Gobierno también decidió en el 2007 que los instrumentos de renta fija tipo «Pfandbrief» que cumplan estrictamente los criterios establecidos en el apartado 4 del Artículo 22 de la Directiva sobre instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios transferibles (Directiva UCITS) y se hayan emitido después del 1 de enero de 2008 estarán sujetos a los mismos requisitos en materia de evaluación crediticia que otros activos negociables.

1.2 OPERACIONES EN DIVISAS

En el 2007, el Eurosistema no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas por razones de política monetaria. Las operaciones en divisas del BCE estuvieron relacionadas exclusivamente con las actividades de inversión. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II. El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar, por cuenta del BCE, operaciones con derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG se activó en 18 ocasiones en el 2007.

En el contexto de la volatilidad de los mercados financieros experimentada en el 2007, el Eurosistema realizó también dos operaciones



relacionadas con el denominado «US dollar Term Auction Facility» (operación de financiación a plazo en dólares) de la Reserva Federal, proporcionando, en ambas ocasiones, un importe de 10 mm de dólares estadounidenses a la entidades de contrapartida del Eurosistema (véanse más detalles en el recuadro 9).

1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

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

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE se constituyó originalmente mediante transferencias de activos exteriores de reserva de los BCN de la zona del euro. Con el tiempo, la composición de la cartera refleja las variaciones del valor de mercado de los activos invertidos, así como las operaciones en divisas y oro realizadas por el BCE. El objetivo principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando lo necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus operaciones en divisas con monedas distintas de las de la UE. La gestión

de las reservas exteriores del BCE persigue, por orden de importancia, los objetivos de liquidez, seguridad y rentabilidad.

La cartera de reservas exteriores del BCE está compuesta por dólares estadounidenses, yenes japoneses, oro y DEG. Las reservas en dólares estadounidenses y en yenes las gestionan activamente el propio BCE y los BCN de la zona de euro en calidad de agentes del BCE. Desde enero del 2006, ha estado funcionando un «modelo de especialización en monedas» para aumentar la eficiencia de las operaciones de inversión del Eurosistema. En el marco de este modelo, se asigna normalmente a cada BCN una participación en la cartera de dólares estadounidenses o en la de yenes japoneses, si bien, actualmente, dos BCN gestionan cada uno dos carteras⁵. En enero del 2007, dos BCN (Banka Slovenije y la Banque centrale du Luxembourg) centralizaron sus actividades operativas en materia de gestión de su participación en las reservas exteriores del BCE. En enero del 2008, con la incorporación del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta al Eurosistema, entraron en vigor otros dos sistemas de fondo común (véase capítulo 3).

Durante el año 2007, el BCE realizó ventas de oro por un total de alrededor de 79 toneladas. Estas ventas se efectuaron en total conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales de fecha 27 de septiembre de 2004, suscrito también por el BCE. La mayor parte de los ingresos procedentes de las ventas de oro se añadió a la cartera de yenes japoneses y, en menor escala, a la de dólares estadounidenses.

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE⁶ a los tipos de cambio y precios de mercado actuales aumentó desde 42,3 mm de euros al final del 2006 hasta 42,8 mm de euros al final del 2007, de los que 32,1 mm de euros eran en divisas (yenes japoneses y dólares estadounidenses) y 10,7 mm de euros en oro y DEG. Con los tipos de cambio vigentes al final del 2007, los activos denominados en dólares estadounidenses representaban el 79,7%

de las reservas de divisas, mientras que los denominados en yenes japoneses constituían el 20,3%. La variación más sustancial en el 2007 se produjo, por lo tanto, en el valor de mercado del oro y de los DEG, que se incrementó hasta 10,7 mm de euros desde los 10,3 mm de euros registrados en el 2006, principalmente como resultado de la apreciación del oro en torno a un 18%, medida en términos de euros. El valor a precio de mercado de la cartera de divisas apenas varió en el 2007, ya que la depreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro se compensó con el rendimiento neto positivo (que comprende las plusvalías y los intereses) generado por las actividades de gestión de la cartera y los ingresos procedentes de las ventas de oro del BCE.

En el 2007 se amplió la lista de instrumentos admitidos en los que pueden invertirse las reservas exteriores del BCE para incluir los *swaps* de tipo de interés. Además, el proyecto piloto diseñado para establecer un programa automático de préstamo de valores para los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses ya está en una fase muy avanzada y se prevé que se pondrá en funcionamiento a lo largo del 2008.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE comprende la parte desembolsada del capital suscrito de la institución, así como las cantidades mantenidas en cada caso en su fondo de reserva general y su provisión para los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta cartera tiene por objeto proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación. El objetivo que se persigue con su gestión es maximizar el rendimiento esperado,

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

6 Los activos exteriores de reserva netos se calculan como la suma de los activos de reserva oficiales más los depósitos en moneda extranjera frente a residentes, menos las reducciones netas previstas, debidas a cesiones temporales y a operaciones a plazo en las tenencias en moneda extranjera. Para más detalles sobre las fuentes de los datos, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

condicionado a que no se produzcan pérdidas, a un cierto nivel de confianza. Los fondos que componen esta cartera se invierten en activos denominados en euros.

El valor de la cartera a los precios de mercado actuales se incrementó desde los 7,5 mm de euros registrados al final del 2006 hasta los 9,3 mm de euros contabilizados al final del 2007. La mayor parte de este aumento tuvo su origen en la inversión en la cartera de recursos propios de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro constituida por el BCE en el 2005. El rendimiento de las inversiones contribuyó también al incremento del valor de mercado de la cartera.

En el transcurso del año se añadieron a la lista de opciones de inversión disponibles para la gestión de esta cartera los bonos a tipo variable. Además, se amplió la lista emisores aceptados de instrumentos de renta fija tipo «Pfandbrief» y de obligaciones *senior* sin garantía.

GESTIÓN DE RIESGOS

Los riesgos financieros a los que el BCE está expuesto en sus actividades de inversión son estrechamente seguidos y medidos al objeto de mantenerlos dentro de los límites establecidos por los órganos rectores del BCE. A tal efecto, se aplica un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila diariamente. La rendición de cuentas periódica garantiza que todos los interesados reciban la información adecuada respecto al nivel de dichos riesgos.

En el 2007, el BCE perfeccionó aún más sus capacidades de gestión de riesgos mejorando y modernizando sus sistemas informáticos. Estas mejoras suponen que muchas tareas de seguimiento, medición e información de los riesgos pueden automatizarse dentro de una infraestructura sólida y flexible. Además, se ha desarrollado un sistema de atribución de resultados, basado en modelos, que permite asignar el comportamiento de la cartera a exposiciones a factores de riesgo individuales. Finalmente, consciente del hecho de que las

técnicas de gestión del riesgo de crédito están adquiriendo cada vez más importancia en el entorno de los bancos centrales, el BCE presidió un grupo de trabajo especial del Comité de Operaciones de Mercado, que llevó a cabo un análisis comparativo de los modelos de riesgo de crédito de las carteras que utilizan los bancos centrales del Eurosistema. Los resultados de dicho análisis se publicaron en la serie de Documentos Ocasionales⁷ del BCE.

Uno de los indicadores que se emplean para el seguimiento del riesgo de mercado es el valor en riesgo (VaR), que define la pérdida de una cartera de activos que, con una probabilidad dada, no se sobrepasará al final de un período concreto. El valor de este indicador depende de una serie de parámetros que se utilizan para calcularlo, en particular, del nivel de confianza, del horizonte temporal y de la muestra elegida para estimar la volatilidad de los precios de los activos. Por ejemplo, si se calculara este indicador para la cartera de inversiones del BCE utilizando como parámetros un nivel de confianza del 95%, un horizonte temporal de un año y una muestra de un año para la volatilidad de los precios de los activos, se obtendría un VaR de 3.500 millones de euros. Si se calculase el mismo indicador utilizando una muestra de cinco años en vez de una de un año, el VaR obtenido sería de 4.800 millones de euros. La mayor parte de este riesgo de mercado tiene su origen en los riesgos de tipo de cambio y de precio del oro. Los bajos niveles que registra el riesgo de tipo de interés se deben al hecho de que la duración modificada de las carteras de inversión del BCE siguió siendo relativamente baja.

⁷ Para más información, véase el documento titulado «The use of portfolio credit risk models in central banks» preparado por el Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, Occasional Paper n.º 64 del BCE, julio del 2007.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. El principal instrumento para llevarla a cabo lo constituye, aparte de la vigilancia (véase sección 4 del capítulo 4), la prestación de servicios para garantizar la eficiencia y la solidez de los sistemas de pago y de compensación. Con esta finalidad, el Eurosistema creó TARGET, el sistema automatizado transeuropeo para la transferencia urgente de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real. El sistema TARGET, caracterizado por su descentralización técnica, está siendo sustituido progresivamente por el sistema TARGET2, basado en una plataforma técnica única compartida por todos los participantes. Un primer grupo de países realizó la migración a TARGET2 el 19 de noviembre de 2007.

En cuanto a la gestión de los activos de garantía, el Eurosistema y el mercado ofrecen distintos canales que facilitan la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza. Además, el Eurosistema está determinando, en colaboración con los participantes en el mercado, cuáles son las necesidades de los usuarios, con vistas a definir los servicios de liquidación de valores en dinero de banco central que han de proporcionarse en una plataforma técnica única europea con procesos y procedimientos armonizados (TARGET2-Valores). Este sistema permitiría garantizar que no exista diferencia alguna entre la liquidación de pagos nacionales y la liquidación de pagos transfronterizos en la zona del euro.

2.1 EL SISTEMA TARGET

TARGET desempeña un papel importante en la ejecución de la política monetaria única y en el funcionamiento del mercado monetario del euro. Asimismo, gracias a su extensa cobertura del mercado y a que ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero de banco central, este sistema ha atraído también otro tipo de pagos. TARGET puede utilizarse para todas las transferencias en euros que se realicen entre entidades de crédito participantes, sin

límite máximo ni mínimo de importe. Estas transferencias pueden efectuarse entre entidades de un mismo Estado miembro (pagos intra-Estado miembro), así como entre entidades de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros).

TARGET funcionó con fluidez en el 2007 y continuó procesando un número creciente de pagos en euros, lo que está en consonancia con el objetivo del Eurosistema de promover la liquidación en dinero de banco central, al tratarse de un medio de pago especialmente seguro. En dicho año, el 89% del importe total de las operaciones de los sistemas de grandes pagos en euros se procesó a través de TARGET. La puesta en funcionamiento de TARGET2, el 19 de noviembre de 2007, se llevó también a cabo de forma muy satisfactoria (véase sección 2.2. del presente capítulo).

Cerca de 9.300 entidades de crédito, incluidas sucursales y filiales, utilizan TARGET para realizar pagos por su cuenta o por cuenta de sus clientes. En total, a través de TARGET puede accederse a unas 52.000 entidades, especialmente sucursales de participantes, utilizando para ello un código de identificación bancaria.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET

En el 2007, la media diaria de pagos procesados por TARGET aumentó un 12,3% en cuanto al número de operaciones y un 15,6% en cuanto a su importe. En el cuadro 12 se presentan los flujos de pagos en TARGET en el 2007, comparándolos con los del año anterior. En el 2007, la disponibilidad total de TARGET, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar TARGET sin incidentes durante el horario de funcionamiento del sistema, alcanzó el 99,9%. El 97,9% de los pagos entre Estados miembros fue procesado en menos de cinco minutos.

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET ¹

Número de operaciones	2006	2007	Variación (%)
Pagos totales			
Total	83.179.996	93.375.701	
Media diaria	326.196	366.179	12,3
Pagos intra-Estado miembro²			
Total	64.162.211	72.574.446	
Media diaria	251.617	284.606	13,1
Pagos entre Estados miembros			
Total	19.017.785	20.801.255	
Media diaria	74.580	81.574	9,4
Importe (mm de euros)			
Pagos totales			
Total	533.541	616.731	
Media diaria	2.092	2.419	15,6
Pagos intra-Estado miembro²			
Total	348.764	395.412	
Media diaria	1.368	1.551	13,4
Pagos entre Estados miembros			
Total	184.777	221.319	
Media diaria	725	868	19,7

Fuente: BCE.

1) Los días operativos fueron 255 en el 2006 y 2007.

2) Incluye los pagos de participantes remotos.

MEDIDAS DE CONTINGENCIA PARA PAGOS SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES EN TARGET

Debido al papel crucial que desempeña el sistema TARGET en el mercado y a la amplia cobertura que ofrece, es esencial que cuente con un nivel de protección adecuado frente a un amplio abanico de riesgos, a fin de garantizar que su funcionamiento sea fluido y seguro. Es fundamental que se efectúen sin demora, aún en circunstancias anómalas, los pagos sistémicamente importantes, es decir, aquellos que podrían causar un riesgo sistémico si no se procesaran a su debido tiempo, especialmente la liquidación del sistema CLS y de EURO1 (véase sección 4.1 del capítulo 4), así como los ajustes de los márgenes de las entidades de contrapartida central. El Eurosistema ha establecido mecanismos de contingencia para asegurar que dichos pagos se procesen de forma adecuada, incluso en el caso de que TARGET no esté funcionando correctamente. En el 2007, los

bancos centrales, a menudo con la participación de entidades de crédito, continuaron realizando diversas pruebas que demostraron la eficacia de las medidas de contingencia de TARGET y confirmaron que el Eurosistema se encuentra en condiciones de garantizar que los sistemas de pago y los mercados financieros pueden seguir funcionando correctamente en una situación de crisis.

CONEXIÓN A TARGET DE LOS BCN DE LOS ESTADOS MIEMBROS QUE SE INCORPORARON A LA UE EN EL 2004 Y EN EL 2007

En octubre del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, tras la ampliación de la UE del año 2004, se permitiría –pero no se obligaría– a los BCN de los nuevos Estados miembros conectarse al sistema TARGET. El Narodowy Bank Polski y el Eesti Pank conectaron sus SLBTR a TARGET a través del SLBTR de la Banca d'Italia en el 2005 y el 2006, respectivamente. Con vistas a la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en enero del 2007, el Banka Slovenije decidió, en aras de la eficiencia, no desarrollar su propio SLBTR y conectarse a TARGET a través del SLBTR del Deutsche Bundesbank. Cuando TARGET2 entró en funcionamiento en noviembre del 2007, Chipre, Letonia, Lituania y Malta empezaron a operar en la plataforma compartida única de dicho sistema.

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

El SEBC mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET, con el fin de prestar la debida atención a sus necesidades y de darles la respuesta adecuada. Al igual que en años anteriores, en el 2007 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN conectados a TARGET y los grupos de usuarios nacionales. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2, del SEBC, y del Grupo de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET y con la implantación de TARGET2 y la migración a este sistema. Los aspectos estratégicos se

abordaron en el Grupo de Contacto sobre la Estrategia de Pagos en Euros, un foro en el que se encuentran representados los directivos de las entidades de crédito y de los bancos centrales. En su calidad de gestor del mayor SLBTR del mundo en términos del importe de las operaciones procesadas, el Eurosistema mantuvo en el 2007 estrecho contactos con los gestores de SLBTR de otras áreas monetarias. La intensificación de estas interrelaciones, debido, por ejemplo, a las operaciones del sistema CLS, ha hecho necesario un debate conjunto sobre cuestiones operativas.

2.2 TARGET2

El sistema TARGET2 comenzó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración de un primer grupo de países (Alemania, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Austria y Eslovenia) a la plataforma compartida única. La migración del segundo grupo de países (Bélgica, Irlanda, España, Francia, Países Bajos, Portugal y Finlandia) a TARGET2 tuvo lugar el 18 de febrero de 2008, y la del tercer y último grupo (Dinamarca, Estonia, Grecia, Italia, Polonia y el BCE) se producirá el 19 de mayo de 2008.

La entrada en funcionamiento de TARGET2 se desarrolló con gran éxito. El funcionamiento de la plataforma compartida única (gestionada, en nombre del Eurosistema, por la Banque de France, la Banca d'Italia y el Deutsche Bundesbank) alcanzó un nivel muy satisfactorio. La comunicación técnica con los demás componentes de TARGET fue también muy fluida. Con el primer grupo de países, en torno al 50% del total de pagos procesados por TARGET en cuanto al número de operaciones y el 30% en cuanto a su importe migraron a TARGET2. Con la migración del segundo grupo de países, ambas cifras se elevaron hasta cerca del 80%. Con la entrada en funcionamiento de TARGET2 ahora es posible procesar tanto adeudos directos interbancarios como transferencias. Además, con TARGET2, los sistemas vinculados pueden liquidar directamente en la plataforma compartida única. En principio, cada

participante puede efectuar la liquidación de efectivo de cualquier sistema vinculado en una cuenta única que mantiene con un banco central en TARGET2.

Con vistas al inicio de las operaciones en TARGET2, a lo largo del 2007 continuaron los trabajos para finalizar los marcos operativo y jurídico. En particular se prepararon de forma exhaustiva y se llevaron a cabo las pruebas y las actividades de migración con los futuros usuarios del sistema. Entre febrero y abril del 2007 se comprobó si la plataforma compartida única de TARGET2 cumplía las especificaciones definidas por el Eurosistema en colaboración con los usuarios, es decir, las Especificaciones Funcionales Generales y las Especificaciones Funcionales Detalladas para los Usuarios. Tal y como estaba previsto, las pruebas en las que participaron los usuarios de TARGET2 se iniciaron el 2 de mayo de 2007 y los resultados de las mismas se publicaron en informes periódicos. Estas pruebas ofrecieron también la oportunidad de evaluar la planificación de los fines de semana de migración. En particular, los días 29 y 30 de septiembre de 2007 todos los BCN realizaron un ensayo general del primer fin de semana de migración. Tras la conclusión satisfactoria de las pruebas, el Eurosistema consideró que las comunidades bancarias nacionales del primer grupo de países estaban preparadas para realizar la migración, y así lo declaró en una nota de prensa publicada el 9 de noviembre de 2007, en la que confirmó que el nuevo sistema entraría en funcionamiento el día previsto, es decir, el 19 de noviembre de 2007.

El 22 de junio de 2007, el Consejo de Gobierno publicó su cuarto informe de situación sobre TARGET2, en el que proporcionaba información actualizada a los participantes en el mercado acerca de las decisiones del Eurosistema sobre temas pendientes relativos a las comisiones y a la aprobación de la Orientación sobre TARGET2, y ofrecía ciertas precisiones sobre algunas decisiones anteriores. El informe contenía, asimismo, la versión final de las Especificaciones Funcionales Generales, así como información sobre cuestiones legales,

sobre cambios recientes en la funcionalidad prevista de la plataforma compartida única, y sobre pruebas y actividades de migración. Por otra parte, el 29 de octubre de 2007, el Consejo de Gobierno publicó su quinto informe de situación sobre TARGET2, en el que daba a conocer a los participantes en el mercado las recientes decisiones del Eurosistema sobre los temas operativos pendientes. El informe contenía también la Guía Informativa para Usuarios de TARGET2 y la Guía Informativa para usuarios sobre las Comisiones de TARGET2.

La Guía Informativa para Usuarios de TARGET2 proporciona a las entidades de crédito y a los sistemas vinculados que utilizan TARGET2 un conjunto estándar de informaciones sobre el funcionamiento general de TARGET2, a fin de que los participantes puedan conocerlo y utilizarlo de la manera más eficiente posible. La guía contesta a las preguntas más frecuentes sobre TARGET2 y procura, en particular, ofrecer a los usuarios una distinción clara entre las características del sistema que son comunes y las que son específicas de cada país. Además, la guía contiene información sobre los procedimientos operativos a seguir en condiciones normales y, más concretamente, en situaciones anómalas.

La Guía Informativa sobre las Comisiones de TARGET2 facilita a los usuarios de este sistema una descripción completa de las estructuras de precios de TARGET2 (servicios básicos, agrupación de liquidez y sistemas vinculados), así como información sobre los principios aplicables a la facturación de las distintas clases de operaciones y de entidades.

Además de estos informes de situación y de la estrecha colaboración con los usuarios en los programas de pruebas y migración, los usuarios han podido mantenerse informados de los sucesivos avances en los sitios web sobre TARGET2 del BCE y de los BCN. Allí se ha publicado la información relativa a los siguientes hechos:

- Un plan centrado en los usuarios de TARGET2, que se creó y fue actualizado

periódicamente a lo largo de 2007, cuyo fin es facilitar la planificación interna de los usuarios y su alineamiento con la del Eurosistema.

- En el transcurso del año se celebraron con regularidad sesiones de trabajo con los usuarios a escala nacional. Además, a nivel europeo, el 14 de junio de 2007 se celebró en el BCE una sesión informativa sobre TARGET2 destinada a los usuarios.
- La Orientación sobre TARGET2 fue adoptada por el Consejo de Gobierno el 26 de abril de 2007 y se publicó en todos los idiomas oficiales de la UE el 11 de junio del mismo año. Dicha Orientación se aplica a los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro («BCN del Eurosistema») y también, en virtud de acuerdos específicos, a los BCN de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que están conectados o que se conectarán a TARGET2 («BCN conectados»). El Anexo II de la Orientación contiene las condiciones uniformes de participación en TARGET2, que han de incluirse en la documentación de TARGET2 de todos los BCN participantes y conectados. La Orientación se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el 8 de septiembre de 2007 y está también disponible en el sitio web del BCE en todos los idiomas de la UE.
- Los perfiles nacionales de migración y los perfiles de los sistemas vinculados se actualizaron periódicamente a lo largo del año. Estos perfiles muestran, para cada banco central, qué módulos de la plataforma compartida única se utilizarán y cómo realizarán la liquidación los sistemas vinculados tras la migración a TARGET2.
- El 2 de noviembre de 2007 se publicó la versión final del Manual del Usuario del Módulo de Información y Control de la plataforma compartida única, mientras que las versiones finales de los libros 1, 2 y 4 de las Especificaciones Funcionales Detalladas

para los Usuarios (sobre mensajes XML y sus correspondientes archivos de esquema XML) se publicaron el 9 de octubre de 2007.

2.3 TARGET2-VALORES

El objetivo de TARGET2-Valores (T2S) es proporcionar servicios armonizados y eficientes de liquidación en dinero de banco central para las operaciones con valores en euros, concentrando la liquidación de valores y de efectivo en euros en una plataforma única. Con la implantación de T2S no existiría diferencia alguna en la zona del euro entre realizar la liquidación de pagos nacionales y la liquidación de pagos transfronterizos en las centrales depositarias de valores (CDV) participantes. T2S actuaría pues como catalizador de la integración y armonización de los servicios financieros de post-contratación, y fomentaría la competencia, al permitir acceder a los servicios de liquidación en igualdad de condiciones, con un coste menor y de forma armonizada en el mercado financiero europeo.

El 8 de marzo de 2007, el Consejo de Gobierno evaluó de forma positiva la viabilidad de T2S⁸ y decidió pasar a la fase siguiente del proyecto, es decir, la definición de las necesidades de los usuarios de T2S, con total transparencia y en colaboración con los participantes en el mercado, especialmente las CDV y sus usuarios. El 26 de abril de 2007, el Consejo de Gobierno realizó la primera consulta pública sobre los principios generales y las propuestas de alto nivel para determinar las características y el ámbito de T2S, y aprobó la elaboración de un marco para la organización y la estructura de gobierno requeridas para la definición de las necesidades de los usuarios de T2S. El Grupo Consultivo, al que se encomendó la determinación de las necesidades de los usuarios, distribuyó el trabajo entre seis grupos técnicos, que se centrarían en aspectos específicos de las liquidaciones. El Grupo Consultivo y los grupos técnicos iniciaron los trabajos preparatorios a comienzos del verano del 2007 y realizaron un total de siete «miniconsultas», solicitando la opinión de

grupos nacionales y asociaciones europeas de usuarios, a fin de poder aprovechar la experiencia acumulada en los distintos segmentos del mercado. Los resultados y los informes de situación se dieron a conocer a los participantes en el mercado en el transcurso de tres sesiones informativas celebradas en junio, agosto y noviembre del 2007. Todos los documentos de T2S, es decir, las miniconsultas, las notas informativas, los informes de situación, así como las agendas y las actas de las reuniones, pueden consultarse en el sitio web del BCE. En total, la estructura de gobierno de T2S en esta etapa comprende más de 188 personas, pertenecientes a 77 organizaciones⁹, lo que garantiza que se atiendan e incluyan, si procede, todas las necesidades y funcionalidades de los usuarios señaladas por los participantes en el mercado. El Grupo Consultivo, que depende directamente del Consejo de Gobierno, concluyó el primer borrador del documento sobre las necesidades de los usuarios de T2S en diciembre del 2007.

El 8 de marzo de 2007, el Consejo de Gobierno decidió, asimismo, que T2S sería propiedad del Eurosistema, en cuyo marco se desarrollaría y operaría en la plataforma de TARGET2, a fin de explotar al máximo las sinergias. Las entidades de crédito podrían agrupar todos los valores y el dinero de banco central en una plataforma única, en lugar de distribuirlos entre distintas plataformas nacionales. Ello permitiría aprovechar las sinergias existentes entre TARGET2 y T2S y lograr una gestión más eficiente de los activos de garantía. Asimismo, T2S permitiría reutilizar más rápidamente los valores y el dinero de banco central, lo que beneficiaría a los participantes en el mercado. Cuatro BCN de la zona del euro (el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France y la Banca d'Italia) están dispuestos a desarrollar y operar T2S.

8 El estudio de viabilidad, que abarcaba los aspectos operativos, técnicos, jurídicos y económicos del proyecto, se publicó en el sitio web del BCE.

9 Estas organizaciones incluyen todas las CDV que liquidan en euros y 33 bancos custodios.

A lo largo del 2007, las instituciones públicas, como el Parlamento Europeo, el Consejo ECOFIN y la Comisión Europea, fueron informadas con regularidad sobre la evolución del proyecto T2S, y expresaron su apoyo a esta iniciativa.

Por lo que se refiere a las cuestiones jurídicas, en el 2007 se realizó un inventario exhaustivo de la legislación comunitaria y de las legislaciones nacionales, así como de otras disposiciones y prácticas nacionales, que pudieran influir en la viabilidad legal de T2S. En este ejercicio se analizaron los procedimientos de liquidación, los requisitos de almacenamiento de datos y las exigencias de información y de auditoría, no encontrándose impedimentos legales de importancia al proyecto T2S.

Tras detallar las necesidades de los usuarios, a finales del 2007 se realizó una nueva consulta pública sobre estos requerimientos y sobre la metodología del análisis de impacto económico. En dicha consulta se invitó a los participantes en el mercado a que enviaran sus comentarios y sugerencias antes del 2 de abril de 2008. Sobre la base de las respuestas, las necesidades de los usuarios quedarán ya definidas y se valorará la estructura económica, jurídica y de gobierno de T2S. A continuación, el Consejo de Gobierno decidirá si se pasa o no a la fase siguiente del proyecto.

Con la implantación de T2S, la zona del euro se beneficiaría de una infraestructura segura, eficiente y sin fronteras para la liquidación en dinero de banco central de las operaciones con valores en euros. Los servicios que prestaría esta infraestructura podrían ser utilizados también, si así lo solicitan, por las CDV, los bancos centrales y las entidades de crédito de otros países de la Unión Europea y del Espacio Económico Europeo. Los participantes en los mercados financieros dispondrían de un conjunto común de procedimientos y procesos de liquidación armonizados, independientemente de la ubicación del mercado o del lugar donde se lleve a cabo la operación.

2.4 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Los activos de garantía pueden utilizarse para garantizar todas las operaciones de crédito del Eurosistema no sólo a escala nacional sino también de forma transfronteriza, en este último caso mediante el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) o a través de enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro. El MCBC es un servicio prestado por el Eurosistema, mientras que los enlaces admitidos son una solución de mercado.

El importe de los activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema aumentó de 514 mm de euros en diciembre del 2006 a 683 mm de euros en diciembre del 2007. En conjunto, a finales del 2007, los activos de garantía transfronterizos representaban el 48,5 % de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema.

MODELO DE CORRESPONSALÍA ENTRE BANCOS CENTRALES

El MCBC sigue siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema, representando en el 2007 el 39,6% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC pasaron de 414 mm de euros a finales del 2006 a 558 mm de euros a finales del 2007.

El marco del MCBC se ha revisado con el fin de permitir la integración de los nuevos países de la zona del euro. En este contexto, el 22 de noviembre de 2007 se firmó el Acuerdo del MCBC con el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta.

Pese a su éxito y a su considerable contribución al proceso de integración financiera, el Acuerdo del MCBC presenta ciertos inconvenientes, debido, principalmente, a que fue ideado como

solución provisional y a que se trata de un sistema con un nivel mínimo de armonización. Como consecuencia de estos inconvenientes y de la importancia creciente de los activos de garantía transfronterizos, el Consejo de Gobierno adoptó, el 8 de marzo de 2007¹⁰, una Decisión encaminada a revisar los actuales procedimientos de gestión de los activos de garantía del Eurosistema y a crear un nuevo sistema de gestión de dichos activos (basado en sistemas existentes, como los del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y del De Nederlandsche Bank), que se denominará Gestión de Activos de Garantía de los Bancos Centrales (Collateral Central Bank Management, CCBM2, en sus siglas en inglés). La participación de los BCN de la zona del euro en CCBM2 es de carácter voluntario.

Aunque CCBM2 está principalmente diseñado para lograr una gestión más eficiente de los activos de garantía de los bancos centrales del Eurosistema, tanto en las operaciones nacionales como en las transfronterizas, también proporcionará nuevas oportunidades a las entidades de contrapartida del Eurosistema, especialmente los bancos con oficinas en varios países, para optimizar el uso de los activos de garantía y mejorar su gestión de la liquidez. Con CCBM2 se ampliará el alcance del actual CCBM y se establecerán métodos eficientes de entrega y aceptación de valores y de créditos, a escala nacional y transfronteriza, a través de un servicio armonizado basado en protocolos de comunicación de SWIFT. CCBM2, que se registrará por el principio de acceso descentralizado al crédito, será totalmente compatible con TARGET2 y T2S y procesará las órdenes de pago en tiempo real y de forma automatizada de principio a fin, con lo que los activos de garantía se entregarán y el correspondiente crédito se liberará en TARGET2 en tiempo real. Podrán aceptarse activos de garantía a través de todos los SLV y enlaces admitidos. El Eurosistema está desarrollando CCBM2 en estrecha colaboración con los participantes en el mercado, con objeto de integrar las necesidades de las entidades de contrapartida. El 26 de abril de 2007 se realizó una primera consulta pública sobre los principios básicos para el desarrollo del sistema.

Los comentarios recibidos se han utilizado para establecer las necesidades de los usuarios de la nueva plataforma. En estos primeros meses del 2008 se está realizando una nueva consulta pública sobre estos requerimientos, tras lo cual quedarán definidas las necesidades de los usuarios de CCBM2.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los SLV nacionales pueden interconectarse mediante acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan el movimiento transfronterizo entre sistemas de los valores admitidos. Una vez transferidos a otro SLV mediante estos enlaces, los valores admitidos se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo de garantía nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 59 enlaces directos y 5 enlaces indirectos, pero sólo se utiliza activamente un número limitado de ellos. Además, estos enlaces abarcan sólo una parte de la zona del euro. Los enlaces pueden ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen con los estándares del Eurosistema como usuario (véase sección 4 del capítulo 4).

Los activos de garantía mantenidos a través de estos enlaces aumentaron de 99 mm de euros en diciembre del 2006 a 125 mm de euros en diciembre del 2007, pero sólo representaron el 8,9% de los activos de garantía totales (transfronterizos y nacionales) mantenidos por el Eurosistema en el 2007.

¹⁰ Véase <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>

3 BILLETES Y MONEDAS

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

DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

A finales del 2007, el número de billetes en euros en circulación era de 12.100 millones, por un importe de 676,6 mm de euros, lo que supuso un incremento del 6,7% en cuanto al número y del 7,7% en cuanto al importe, con respecto a los niveles de finales del 2006 (11.300 millones de billetes, por un valor de 628,2 mm de euros).

El número de billetes en circulación ha seguido creciendo desde la introducción del euro en el 2002, aunque a una tasa interanual en descenso (véanse gráficos 45 y 46). A finales del 2007, el valor medio de un billete en circulación era de 55,85 euros (frente a 55,36 euros un año antes).

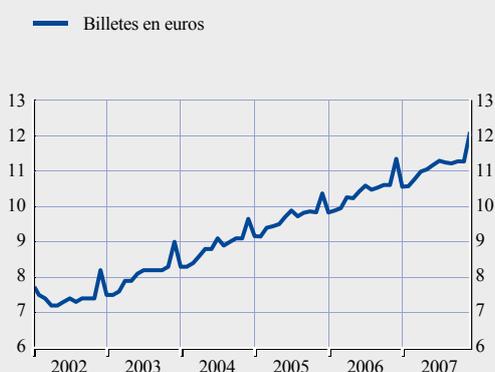
Se estima que entre el 10% y el 20% (aunque la cifra debería situarse más cerca del extremo superior del intervalo) del importe total de los billetes en euros en circulación están en manos de no residentes en la zona del euro, que continúan demandando billetes en euros principalmente como depósito de valor o como divisa paralela.

Las denominaciones que registraron el mayor crecimiento en cuanto al número de billetes en circulación fueron las de 50 y 100 euros, con tasas del 8,9% y 8,3%, respectivamente, seguidas del billete de 500 euros, que creció un 7,9%. El número de billetes de las demás denominaciones en circulación aumentó a tasas comprendidas entre el 2% y el 6% (véase gráfico 47).

En el 2007, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN) creció un 9,1%, hasta los 75.800 millones de unidades, mientras que su importe se elevó un 7,6%, hasta los 19,2 mm de euros. La proporción de monedas de baja denominación (de 1, 2 y 5 céntimos) sobre el número total de monedas en circulación alcanzó el 58% (en comparación con el 57,3% del año anterior). Los datos disponibles sugieren que la persistencia de esta fuerte demanda de monedas de baja denominación puede explicarse por los niveles relativamente altos de extravío de piezas y por el atesoramiento.

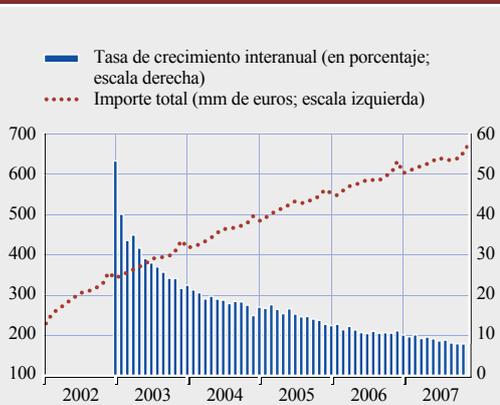
Gráfico 45 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007

(miles de millones)



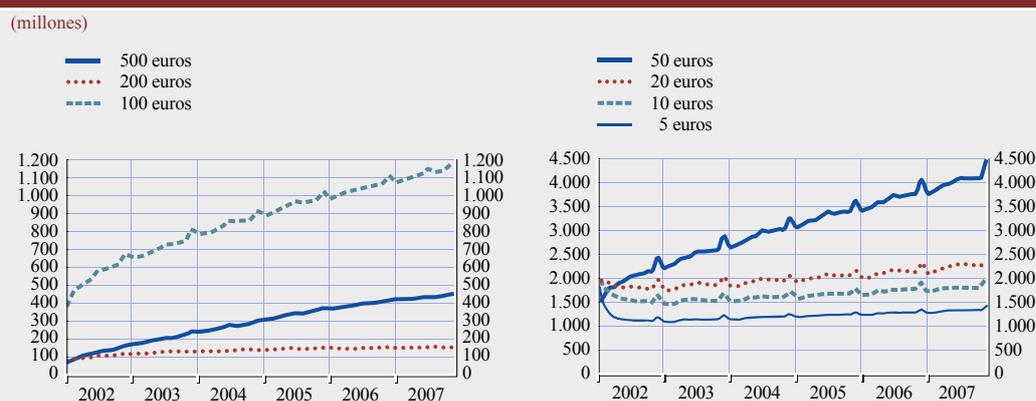
Fuente: BCE.

Gráfico 46 Importe total de los billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007



Fuente: BCE.

Gráfico 47 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2007



Fuente: BCE.

TRATAMIENTO DE BILLETES EN EL EUROSISTEMA

La ligera tendencia al alza observada en años anteriores en los pagos y los ingresos realizados con billetes en euros se mantuvo en el 2007. Los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 33.400 millones de billetes y retiraron 32.700 millones de unidades. La frecuencia de retirada¹¹ de los billetes en circulación descendió ligeramente, desde 3,03 en el 2006 hasta 2,93 en el 2007.

La autenticidad de todos los billetes en euros que retornan a los BCN de la zona del euro y su aptitud para volver a circular son debidamente comprobadas mediante máquinas de tratamiento de billetes totalmente automatizadas, a fin de mantener la calidad y la integridad de los billetes en circulación. En el 2007, los BCN clasificaron unos 5.500 millones de billetes como no aptos para la circulación, y los sustituyeron. Ello representó un incremento del 5,1%, en comparación con el año anterior, y un porcentaje de billetes no aptos¹² del 17% (16,9% en el 2006).

3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y ACTIVIDADES PARA SU DISUASIÓN

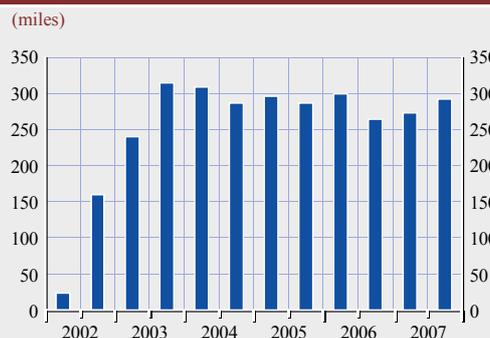
FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

El número de falsificaciones de billetes en euros retirados de la circulación ha permanecido estable en los cuatro últimos años, pese al aumento del número de billetes auténticos puestos en

circulación durante el mismo período. El gráfico 48 muestra la tendencia de los billetes falsos retirados de la circulación, con datos tomados a intervalos semestrales desde la introducción de los billetes en euros. El número total de billetes falsos recibidos por los Centros Nacionales de Análisis¹³ en el 2007 fue, aproximadamente, de 566.000¹⁴. En comparación con el número de

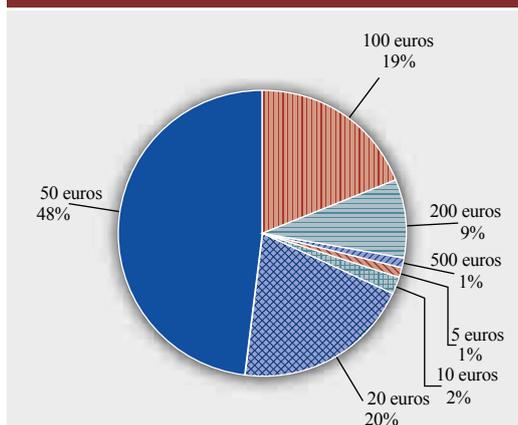
- 11 Definida como el número total de billetes retirados por los BCN en un período dado dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese período.
- 12 Definido como el número de billetes clasificados como no aptos en un período dado dividido por el número total de billetes seleccionados durante ese período.
- 13 Centros establecidos en cada Estado miembro de la UE para el análisis inicial de los billetes falsos en euros a escala nacional.
- 14 Esta cifra está sujeta a una corrección muy ligera debido a las últimas informaciones procedentes, sobre todo, de fuera de la UE.

Gráfico 48 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2007



Fuente: Eurosistema.

Gráfico 49 Distribución de billetes falsos en euros por denominaciones



Fuente: BCE.

billetes auténticos en circulación, que superó, en promedio, los 11.000 millones de unidades en el 2007, el número de falsificaciones fue, sin lugar a dudas, muy reducido. El billete de 50 euros fue el más falsificado, al representar casi la mitad de las falsificaciones. El gráfico 49 muestra la distribución de las falsificaciones por denominaciones.

El público puede confiar en la seguridad del euro, pues ha resultado ser una moneda bien protegida, tanto por la sofisticación de sus elementos de seguridad como por la eficacia de los cuerpos y fuerzas de seguridad europeos y nacionales. No obstante, esta confianza no debe convertirse nunca en complacencia y el BCE aconseja al público que permanezca atento a la posibilidad de fraude y que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire»¹⁵.

DISUASIÓN DE LAS ACTIVIDADES DE FALSIFICACIÓN

En el 2007, el Eurosistema siguió colaborando estrechamente con Europol y la Comisión Europea (en particular, la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude, OLAF) en la lucha contra la falsificación del euro. El Eurosistema imparte cursos de formación sobre el reconocimiento y el tratamiento de billetes falsos a los profesionales en el manejo del efectivo. Estos cursos se realizan tanto en la UE como en otros países.

El Eurosistema participa activamente en los trabajos del Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (GBCDF), un grupo de 30 bancos centrales e imprentas de billetes que colaboran bajo los auspicios del G-10. El BCE acoge al Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones (CIDF), que ejerce de centro técnico para todos los miembros del GBCDF. Su principal función es prestar asistencia técnica y gestionar un sistema de comunicación centralizado que da servicio a todas las partes que trabajan en el ámbito de los sistemas de disuasión de falsificaciones. El CIDF mantiene también un sitio web que proporciona información y orientación sobre la reproducción de imágenes de billetes, así como enlaces con los sitios web nacionales.

3.3 EMISIÓN Y PRODUCCIÓN DE BILLETES

MARCO PARA EL RECICLAJE DE BILLETES

Tras la transposición nacional del marco del BCE para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo, denominado Marco para el Reciclaje de Billetes, por todos los BCN de la zona del euro (a excepción de un país, en el que este proceso está todavía pendiente de ejecución), las citadas entidades dispondrán de un período transitorio para adaptar sus procedimientos de manejo de efectivo.

La aplicación del Marco por parte de los BCN se ha regulado de distintas maneras, a fin de tener en cuenta las diferencias nacionales (en lo que respecta al entorno económico y jurídico, la estructura del sector bancario y el papel del BCN en el ciclo del efectivo). Mientras que, en algunos países, la aplicación del Marco se ha regulado por medio de disposiciones legales (complementadas por contratos obligatorios con el respectivo BCN), en otros países, los BCN han impartido instrucciones obligatorias

¹⁵ Para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

(que, en algunos casos, sólo son vinculantes para las entidades de crédito) o han suscrito acuerdos contractuales bilaterales por los que las entidades de crédito se comprometen a respetar las normas establecidas en el Marco y a incluirlas en los contratos que suscriban con sus proveedores de servicios. En un Dictamen emitido en diciembre del 2007, el Consejo de Gobierno apoyó la propuesta de la Comisión Europea de modificar el Reglamento (CE) nº 1338/2001 del Consejo relativo a la protección del euro contra la falsificación. De acuerdo con esta propuesta, el artículo 6 del Reglamento incluiría la obligación expresa, para las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo, de comprobar los billetes y monedas en euros recibidos y que volverán a ponerse en circulación. Este artículo incluiría también una referencia a los procedimientos que el BCE habrá de definir en relación con el método de verificación de los billetes reciclados.

El BCE siguió trabajando, en estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, para garantizar que las disposiciones del Marco se interpreten de manera uniforme en toda la zona, especialmente el procedimiento común de pruebas del Eurosistema para las máquinas de tratamiento de billetes.

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

EL PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA

El Consejo de Gobierno decidió en el 2006 iniciar en Asia un programa piloto de custodia externa para billetes en euros. Se denomina

custodia externa a un depósito externo de billetes mantenido en un banco privado que se encarga de su custodia. Este programa tiene por objeto facilitar la distribución internacional de billetes en euros y proporcionar datos estadísticos sobre su circulación fuera de la zona del euro, así como información sobre falsificaciones. En el 2007, dos grandes bancos comerciales que participan en el mercado de billetes al por mayor, uno en Hong Kong y otro en Singapur, empezaron a gestionar el depósito correspondiente de billetes en euros por un período de un año.

A lo largo del programa piloto, los bancos de custodia externa se encargaron de que sólo se volvieran a poner en circulación los billetes aptos y de que se retiraran las falsificaciones de conformidad con las normas del Marco. El exceso de billetes y los billetes no aptos para la circulación se enviaron al Deutsche Bundesbank, que actuó como contrapartida logística y administrativa de los bancos de custodia externa. Estos bancos desempeñaron sus funciones correctamente y transmitieron la información estadística adecuada.

Sobre la base del programa piloto, el Consejo de Gobierno decidirá en el 2008 si este programa ha de establecerse de forma permanente.

PLAN DE TRABAJO PARA UNA MAYOR CONVERGENCIA EN LOS SERVICIOS DE EFECTIVO DE LOS BCN

En febrero del 2007, el Consejo de Gobierno estableció un plan de trabajo encaminado a lograr, en el medio plazo, una mayor convergencia en los servicios de efectivo que presta el Eurosistema.

Es importante alcanzar un grado más elevado de convergencia ya que los participantes en el ciclo del efectivo, especialmente los que desarrollan una extensa actividad transfronteriza con efectivo, podrán cosechar todos los beneficios de la moneda única y se garantizará a todos ellos un trato equitativo, que propiciará una competencia leal. En vista de las distintas circunstancias económicas y geográficas nacionales, el Eurosistema no tiene la intención de desarrollar

un modelo único para el suministro de efectivo. El proceso de convergencia requerirá cierto grado de flexibilidad en cuanto a las necesidades de los clientes, la infraestructura del efectivo y los períodos transitorios de aplicación.

Como parte del plan de trabajo, desde julio del 2007, previa petición, los BCN vienen proporcionando servicios de efectivo a las entidades de crédito de la zona del euro radicadas fuera de su jurisdicción (entidades no residentes) y, desde finales del 2007, todos los BCN de la zona del euro vienen aceptando ingresos de monedas en euros de clientes profesionales.

El Eurosistema está valorando la adopción de iniciativas adicionales como la implantación de un sistema electrónico de intercambio de datos con las entidades de crédito para ingresos y retiradas de efectivo, la prestación por los BCN de un servicio común gratuito de ingresos y retiradas de billetes no orientados y el establecimiento de estándares comunes de empaquetado de billetes para los servicios gratuitos de efectivo prestados por los BCN.

Dado que estas cuestiones afectan a los participantes en el ciclo del efectivo y que podrían tener implicaciones operativas y en términos de costes, se han realizado consultas sobre estos temas tanto a escala nacional como europea.

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En el 2007 se fabricaron 6.300 millones de billetes en euros, en comparación con los 7.000 millones del 2006. El menor volumen de producción se debió, en gran medida, a un incremento de los billetes en circulación ligeramente inferior al del año anterior, así como a la producción, en el 2006, de parte de las futuras necesidades de billetes.

La asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado adoptado en el 2002. Según este procedimiento, cada BCN de la zona del euro es responsable de producir, en determinadas denominaciones, la parte que le es asignada del total de billetes necesarios (véase cuadro 13).

Cuadro 13 Asignación de la producción de billetes en euros en el 2007

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
€5	980,0	DE, ES, FR
€10	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
€20	1.890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
€50	1.730,0	BE, DE, ES, IT
€100	230,0	IT, LU, NL
€200	-	-
€500	190,0	DE
Total	6.300,0	

Fuente: BCE.

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

En abril del 2005, el Consejo de Gobierno aprobó un plan maestro para el desarrollo y la introducción de la segunda serie de billetes en euros. Desde entonces, el BCE ha establecido los requisitos funcionales y técnicos de los billetes. Para ello se ha recabado la opinión de diversas partes implicadas a través, por ejemplo, de estudios cualitativos entre el público y de estudios científicos sobre percepción visual y tacto. Como resultado de estos estudios se realizó una selección de elementos de seguridad de fácil comprensión por parte del público y, por lo tanto, potencialmente adecuados para ser incluidos en la segunda serie de billetes. Durante la siguiente fase de validación industrial, se redujo la lista de elementos de seguridad seleccionados, en función de su viabilidad para la producción a gran escala. También se tomaron en consideración otros aspectos de los elementos de seguridad, como su resistencia a la falsificación, requisitos de control de calidad, costes, derechos de propiedad intelectual y cadena de suministro, así como higiene, salubridad y medio ambiente.

En agosto del 2007 concluyó, en gran parte, la fase de validación industrial, que se tradujo en un conjunto de elementos de seguridad que el Consejo de Gobierno adoptó en octubre del mismo año. Además de los elementos de seguridad tradicionales de demostrada eficacia, para hacer frente a las nuevas técnicas de falsificación se integrarán en la segunda serie de billetes varios elementos de seguridad innovadores, tanto visuales como reconocibles

por las máquinas. Los elementos de seguridad seleccionados han sido incorporados al diseño artístico, basado en el tema «épocas y estilos» de la serie actual, que se mantiene, al tiempo que se rediseñan los elementos gráficos a fin de que sea posible reconocer inmediatamente los nuevos billetes como billetes en euros y también distinguirlos fácilmente de la serie anterior. En diciembre del 2007, el Consejo de Gobierno aprobó el boceto de la nueva serie de billetes, siendo la fase siguiente la de preparación de originales⁹. La puesta en circulación de la nueva serie se llevará a cabo a lo largo de varios años y la emisión de la primera denominación está prevista para dentro de unos años. El BCE informará al público con mucha antelación sobre las modalidades de introducción de los nuevos billetes.

¹⁶ La preparación de originales se refiere a los procesos de preparación de imágenes de alta calidad y de transformación de los diseños en herramientas de producción, como las planchas de impresión.

4 ESTADÍSTICAS

El BCE, en colaboración con los BCN, desarrolla, recoge, elabora y difunde una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro y a otras tareas del SEBC. Estas estadísticas son cada vez más utilizadas por los mercados financieros y por el público en general. Al igual que en años anteriores, en el 2007 el proceso de elaboración de estadísticas de la zona del euro se desarrolló sin problemas. Un hito importante en la estrategia a medio plazo del BCE en este ámbito se alcanzó en junio del 2007, cuando el BCE y Eurostat publicaron conjuntamente, por vez primera, las cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro, de periodicidad trimestral. Además, el BCE, en estrecha colaboración con los BCN, siguió contribuyendo a la armonización de los conceptos estadísticos en Europa y a la revisión de las normas estadísticas internacionales.

4.1 NOVEDADES Y MEJORAS EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

En junio del 2007, el BCE y Eurostat publicaron conjuntamente, por vez primera, un conjunto de cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro, de periodicidad trimestral, partiendo del primer trimestre de 1999. Estas cuentas, que pueden considerarse «cuentas nacionales» de la zona del euro, son preparadas por el Eurosistema junto con Eurostat y los institutos nacionales de estadística. Entre otras cosas, permiten un análisis completo de las relaciones que existen entre la evolución financiera y no financiera de la economía y de las interrelaciones entre los diferentes sectores (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas), y entre esos sectores y el resto del mundo.

Las cuentas de la zona del euro también facilitan un marco para realizar un análisis más completo de los datos de más alta frecuencia. En este sentido, la publicación, desde noviembre del 2007, de un detalle por sectores del agregado monetario amplio M3 ha permitido mejorar el análisis monetario.

En abril del 2007, las estadísticas mensuales existentes de saldos vivos de valores europeos a corto plazo (STEP) se complementaron con estadísticas diarias sobre rendimientos, con detalles por plazo a la emisión y sector emisor (véase sección 3 del capítulo 4).

En julio del 2007, el BCE puso en marcha la publicación electrónica de las curvas de rendimientos diarias que reflejan las tasas de remuneración implícitas en el mercado de la deuda denominada en euros emitida por las administraciones centrales de la zona del euro (basada en el tipo de interés y en el precio de mercado) con distintos plazos de vencimiento comprendidos entre tres meses y 30 años. Las curvas de rendimientos de la zona del euro pueden ayudar a calibrar las expectativas de los mercados respecto a la actividad económica y financiera en un horizonte de medio a largo plazo.

El BCE también han elaborado y publicado, de forma experimental, estimaciones mensuales de los precios administrados en la zona del euro basadas en el IAPC, utilizando información sobre subíndices IAPC publicada por Eurostat y definiciones acordadas con el SEBC.

Asimismo, se han empezado a difundir nuevos detalles por países¹⁷ de los datos trimestrales de la balanza de pagos y de los datos anuales de la posición de inversión internacional, a través de notas de prensa periódicas y del servicio *online* del BCE denominado *Statistical Data Warehouse* (SDW)¹⁸.

El marco jurídico para la recogida de estadísticas monetarias y financieras se amplió con un nuevo Reglamento del BCE relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (distintos de fondos del mercado monetario),

17 Para Brasil, Rusia, India, China y Hong Kong RAE.

18 A finales del 2006 se colocó en Internet la versión pública del SDW, que fue acogida con satisfacción por los usuarios de estadísticas de la zona del euro. Dado que sus interfaces son robustas y fáciles de utilizar, este servicio se ha convertido enseguida en una herramienta popular para buscar datos de la zona del euro por Internet. Alrededor de 20.000 personas usan cada mes el SDW para buscar y descargar dichos datos, con detalles por países.

con arreglo al cual los fondos de inversión deberán proporcionar datos armonizados a partir de principios del 2009. El Consejo de Gobierno también adoptó una Orientación refundida sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros, que ahora incluye disposiciones adicionales en relación con las estadísticas sobre los activos y pasivos de los fondos de inversión y con las estadísticas de pagos. Asimismo, el Consejo de Gobierno modificó la Orientación y la Recomendación del BCE sobre estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales.

Se está trabajando en varios ámbitos para ampliar aún más las estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro en los próximos años. En concreto, se ha diseñado un enfoque integrado de la titulización en las IFM y las actividades de los fondos de titulización, lo cual permitirá incrementar de forma sustancial la información disponible sobre ventas y titulaciones de préstamos.

Además, el Eurosistema está analizando la viabilidad de mejorar los datos estadísticos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. El marco regulador de las estadísticas de los balances de las IFM y de las estadísticas de tipos de interés de las IFM también está siendo revisado, con el fin de dar cabida a las nuevas demandas de los usuarios y a la evolución de los mercados financieros, de una manera eficaz en términos de costes.

El BCE siguió trabajando en el desarrollo de una base de datos centralizada de valores (CSDB, en sus siglas en inglés). La CSDB, un proyecto del SEBC, es una base de datos única con información de referencia sobre los valores individuales que son relevantes para los fines estadísticos del SEBC. El proyecto está desempeñando un papel esencial en el cambio hacia sistemas de recogida de información valor a valor, lo que permite reducir significativamente la carga informativa que recae sobre los declarantes, mejorando al mismo tiempo la calidad y la flexibilidad de las estadísticas de la

zona del euro. Algunos BCN ya están utilizando la base de datos para elaborar estadísticas financieras nacionales.

4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

En el 2007, el Eurosistema analizó en profundidad distintas alternativas para mejorar la eficiencia en la producción de estadísticas del BCE, también con vistas a reducir al mínimo las obligaciones estadísticas de los declarantes. En este contexto, se continuó analizando la viabilidad de reutilizar los microdatos existentes, en concreto en los registros de crédito y en las centrales de balances. Además, se mantuvieron los esfuerzos destinados a impulsar la armonización de los conceptos y datos estadísticos y de supervisión, centrándose inicialmente en las exigencias de información de las entidades de crédito.

Varios documentos publicados en el 2007 ayudaron a aumentar la transparencia en cuanto a las buenas prácticas y estándares de calidad que se aplican actualmente en la elaboración y difusión de estadísticas del BCE y del SEBC. El documento titulado «The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics» ofrece una visión sucinta de la estructura de buenas prácticas en la que se basa el suministro de estadísticas por parte del BCE y de los BCN. Dentro de «Compromiso público en relación con la función estadística del SEBC», que aparece en la portada de la sección de estadística de la dirección del BCE en Internet, se manifiesta el compromiso que asumen el BCE y los BCN con los principios estadísticos y los estándares de ética y calidad en el desempeño de sus tareas estadísticas. Asimismo, en «ECB Statistics Quality Framework» se exponen los principios de calidad que rigen la elaboración de estadísticas del BCE. Dentro de este marco de calidad se facilitan regularmente evaluaciones cualitativas e indicadores cuantitativos, como los incluidos en el informe de calidad anual sobre las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro.

La difusión de estadísticas siguió ampliándose mediante la publicación de cuadros adicionales sobre estadísticas de la zona del euro y todos los datos nacionales correspondientes en las direcciones del BCE y de los BCN en Internet. Las estadísticas de pagos también se han reforzado y el Apéndice del «Blue Book» ha sido sustituido por series temporales y cuadros que pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (véase sección 2 del capítulo 2). Además, ahora se puede acceder a nuevos datos sobre negociación de valores y entidades de contrapartida central.

Al igual que en años anteriores, se ha ampliado la información estadística que contienen las publicaciones del BCE. Algunos ejemplos son la extensa gama de indicadores incluidos en el informe anual titulado «Financial Integration in Europe» y el apéndice de la publicación «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries» (véase sección 3 del capítulo 4). Se ampliaron aún más los datos anuales sobre estructuras bancarias y los datos trimestrales en los que se fundamenta el informe sobre estabilidad financiera titulado «Financial Stability Review». La encuesta sobre el mercado monetario en la zona del euro fue objeto de mejora, tanto en términos de calidad como de puntualidad de los datos, y los datos subyacentes pueden consultarse en el SDW.

En el documento ocasional del BCE, titulado «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», publicado en julio del 2007, se ofrece una visión general del marco metodológico y de cuestiones prácticas relacionadas con la recogida, la elaboración y la difusión de estas estadísticas.

El BCE continuó colaborando estrechamente con Eurostat y con otros organismos internacionales, y ha desempeñado un papel importante en la actualización en curso de las normas estadísticas internacionales (está previsto que el Sistema de Cuentas Nacionales –SNA 93, en sus siglas en inglés– y el Manual

de Balanza de Pagos del FMI estén terminados en el 2008). Eurostat, con el apoyo del BCE, acaba de empezar a prepararse para la revisión del SEC 95, que implantará a nivel europeo la mayoría de los cambios introducidos en el SNA. El BCE también participó activamente en las revisiones de la Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, de la OCDE. Por último, continuó respaldando y aplicando las normas técnicas internacionales para el intercambio de datos¹⁹.

4.3 PREPARATIVOS PARA LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas también desempeñan un papel importante en el seguimiento de la convergencia de los Estados miembros de la UE que no pertenecen todavía a la zona del euro y, por consiguiente, en la elaboración de los informes de convergencia (véase sección 1.2 del capítulo 5).

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

Dado que la evaluación del proceso de convergencia depende, en gran medida, de la calidad y de la integridad de las estadísticas en que se fundamenta, el BCE realiza un estrecho seguimiento de la elaboración y el suministro de dichas estadísticas, especialmente de las estadísticas de las finanzas públicas.

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

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

Las principales funciones de la investigación económica que se realiza en el BCE, y en el Eurosistema en su conjunto, son: aportar resultados que sean relevantes para la formulación de asesoramiento en materia de política monetaria y otras tareas propias del Eurosistema, y diseñar y poner en práctica los respectivos modelos e instrumentos analíticos; mantener y utilizar modelos econométricos para las previsiones económicas y la comparación de los efectos de las distintas medidas de política, y mantener la comunicación con el mundo académico, por ejemplo, mediante la publicación de los resultados de la investigación en revistas externas y organizando conferencias sobre la materia.

5.1 PRIORIDADES DE INVESTIGACIÓN

En el BCE, la investigación económica se realiza principalmente en la Dirección General de Investigación, pero también en otras unidades de gestión. Un Comité de Coordinación de la Investigación coordina las actividades, establece las prioridades y reúne a todas las unidades que participan en la investigación económica, ya sea por el lado de la demanda o de la oferta.

En el año 2007, las prioridades en materia de investigación se centraron en las áreas siguientes: desarrollo de modelos de predicción; el papel de la información sobre el sector financiero, incluidos los agregados crediticios y monetarios, en el análisis de la política monetaria; comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; estabilidad financiera; eficiencia del sistema financiero europeo, y asuntos internacionales.

Con respecto al desarrollo de modelos de predicción, la atención se centró en avanzar en el desarrollo y la utilización de modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés) y en la aplicación de modelos factoriales dinámicos para realizar predicciones a corto plazo. Los modelos DSGE ya se han desarrollado y utilizado anteriormente en el BCE para analizar un número cada vez

mayor de cuestiones relacionadas con las políticas. Esta labor prosiguió en el 2007, haciéndose especial hincapié en el impacto del cambio estructural (por ejemplo, la demografía), los factores externos (como las perturbaciones en los precios del petróleo), la evolución de la productividad y los aspectos financieros (por ejemplo, las fricciones relacionadas con el crédito). Además, se siguió trabajando en dos modelos de mediana escala y en su aplicación al análisis de las políticas económicas: el nuevo modelo general para toda la zona (NAWM, en sus siglas en inglés) y el modelo de Christiano, Motto y Rostagno. El primero es un instrumento de predicción y simulación que se está desarrollando para utilizarse, junto con otros modelos, en el contexto de las proyecciones que realizan el Eurosistema y el BCE. El segundo es un instrumento de simulación que hace especial hincapié en los factores financieros. Por lo que respecta al desarrollo de instrumentos de predicción, se avanzó en la formulación de modelos basados en factores, que se han venido utilizando cada vez más para evaluar la evolución económica a corto plazo. Por último, el BCE respaldó activamente la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro (*Euro Area Business Cycle Network*), un proyecto común en el que participan los bancos centrales y el mundo académico, gestionado por el Centre for Economic Policy Research (CEPR).

La investigación sobre el análisis monetario se centró en el desarrollo y el uso de métodos cuantitativos para dicho análisis, haciéndose hincapié en la provisión de instrumentos analíticos de gran calidad para la preparación de las decisiones en materia de política monetaria. Se prestó especial atención al desarrollo de modelos de indicadores basados en los agregados monetarios para la inflación y en el análisis de la demanda de dinero, así como a la introducción de los modelos estructurales descritos anteriormente en el proceso de análisis de la política monetaria.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria fue objeto de investigación desde diversas perspectivas. La Red de Investigación

sobre Dinámica Salarial, *Wage Dynamics Network*, (WDN en sus siglas en inglés), una red de investigadores que estudia las características y las fuentes de la dinámica de los salarios en la zona del euro y su relación con los precios, continuó su trabajo tanto a nivel micro como agregado. El grupo de la WDN encargado de las encuestas realizó una encuesta ad hoc sobre salarios, costes laborales y política de fijación de precios a nivel de empresas en 17 países. La encuesta recoge información sobre los mecanismos de fijación de los salarios y los precios, la rigidez a la baja de los salarios y el ajuste de los salarios y los precios ante perturbaciones. Los primeros resultados de la investigación se presentarán en una conferencia que está previsto celebrar en el 2008. También se efectuó un análisis de los mercados de la vivienda, así como del papel que desempeñan los bancos y el crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Asimismo, se continuó trabajando sobre la situación financiera y el consumo de las familias y está previsto realizar una encuesta para toda la zona del euro, que preparará la Red de finanzas y consumo de los hogares del Eurosistema (*Eurosystem Household Finance and Consumption Network*). Otros temas que se analizaron dentro de este campo de investigación fueron las políticas de comunicación de los bancos centrales, las expectativas y las primas de riesgo en la curva de rendimientos, y los determinantes de la dinámica de los precios de las acciones.

También se analizaron cuestiones relativas a la estabilidad financiera y su impacto en la política monetaria, especialmente en el contexto del trabajo realizado para la Revista de Estabilidad Financiera del BCE (*ECB Financial Stability Review*). El sistema financiero se analizó siguiendo dos líneas de investigación: su grado de integración y la evolución de los mercados de capitales.

Dada la prioridad que, en materia de investigación, se asigna a las cuestiones internacionales, los principales puntos de interés fueron los desequilibrios mundiales



y el papel internacional del euro. Por lo que respecta a los primeros, en el año 2008 está previsto organizar un seminario de alto nivel, mientras que, en lo tocante al segundo tema, las conclusiones que se extraigan de los trabajos actualmente en curso se utilizarán para mejorar el contenido analítico del «Informe del papel internacional del euro». En el contexto de esta prioridad de investigación, se desarrolló una extensión internacional del NAWM.

5.2. PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

Los resultados de los trabajos de investigación del BCE se publicaron en la serie de documentos de trabajo y, en cierta medida, en las series de documentos ocasionales y de documentos de trabajo jurídicos. En particular, dentro de la serie de documentos de trabajo —que ya se ha convertido en un instrumento acreditado para comunicar las conclusiones de la investigación interna relevantes para la política monetaria— se publicaron en el 2007 más de 140 documentos. De ellos, algo más de 100 fueron escritos por empleados del BCE, exclusivamente o con la participación de expertos no adscritos a la institución, mientras que el resto fueron elaborados por investigadores externos que asistieron a conferencias y seminarios, trabajaron en el contexto de redes de investigación o estuvieron destinados en el BCE durante un período prolongado para concluir un proyecto de investigación. Como norma establecida, se espera que la mayoría de los documentos se publiquen, en última instancia, en revistas académicas de prestigio, previa evaluación entre pares. En el 2007, el personal del BCE publicó más de 50 artículos en revistas de esta naturaleza.

Para poder difundir las conclusiones de la serie de documentos de trabajo a un público más amplio, se decidió publicar un Boletín

de Investigación en el que se destaca la labor de investigación relevante para la política monetaria y que incluye artículos sobre temas de actualidad y resúmenes de una selección de documentos de investigación. En el 2007 se publicaron artículos en los que se analizaban los efectos del aprendizaje y la información imperfecta en los precios de los mercados financieros, la integración financiera y los flujos de capital en los nuevos Estados miembros de la UE, y el crecimiento de la productividad en la zona del euro.

El BCE organizó por cuenta propia o en colaboración con otras instituciones, más de diez conferencias o seminarios sobre temas de investigación. En algunas de ellas participaron el CEPR y otros bancos centrales, tanto del Eurosistema como ajenos a éste. Además, se organizó un gran número de reuniones y seminarios para difundir los resultados de la investigación dentro del propio BCE.

La mayoría de las conferencias y seminarios tuvieron relación con campos de investigación prioritaria específicos. Como en años anteriores, en el 2007 se prestó una gran atención al desarrollo de modelos de predicción. En septiembre, se celebró un seminario organizado conjuntamente por el BCE, el CEPR y la Banque de France, en el contexto de la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro, para analizar los cambios experimentados en la dinámica de la inflación y sus repercusiones de cara a las predicciones. Las conclusiones aportaron información útil para los trabajos en curso en el BCE sobre predicción de la inflación. Además, en un seminario sobre técnicas de predicción (que organiza el BCE una vez cada dos años) se debatió sobre la incertidumbre en la macroeconomía y las finanzas y, más concretamente, sobre cómo integrar las medidas del riesgo en las actividades de predicción, una cuestión de actualidad para muchos bancos centrales.

En cuanto a la prioridad que reviste el análisis de la política monetaria en las labores de investigación, en noviembre del 2007 se celebró en el BCE una conferencia organizada

conjuntamente por el Banco de Canadá y el propio BCE, en la que se consideraron las opciones teóricas y la experiencia práctica en el contexto de la definición de la estabilidad de precios. En otra conferencia, celebrada también en noviembre del 2007, sobre el análisis del papel, los desafíos y las repercusiones de los mercados monetarios desde la perspectiva de la política monetaria, se logró entender mejor el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En la conferencia que se celebró en mayo del 2007 se analizaron las repercusiones de los cambios en sector bancario y en la financiación de las empresas sobre dicho mecanismo.

En junio del 2007 se organizó, conjuntamente con el Banco de Inglaterra, una conferencia sobre sistemas de pagos y estabilidad financiera, en el marco de las actividades de investigación en materia de estabilidad financiera y, en julio del 2007, tuvo lugar otra conferencia, esta vez sobre globalización y macroeconomía, en el contexto de la investigación sobre asuntos internacionales.

Un mecanismo adicional para difundir los resultados de la investigación fue la organización de varias series de seminarios, dos de las cuales tuvieron especial relevancia: los almuerzos-seminarios conjuntos, organizados conjuntamente con el Deutsche Bundesbank y el Centre for Financial Studies, y los seminarios de oradores invitados. En ambos casos, se trata de seminarios semanales a los que se invita a investigadores externos para que presenten sus trabajos recientes. El BCE organiza, además, seminarios de investigación, de carácter más ad hoc, que trascienden el ámbito de las dos series mencionadas.

6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

6.1 CUMPLIMIENTO DE LAS PROHIBICIONES RELATIVAS A LA FINANCIACIÓN MONETARIA Y AL ACCESO PRIVILEGIADO

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento de las prohibiciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) nº 3603/93 y 3604/93 del Consejo por parte de los 27 BCN de la Unión Europea y del BCE. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de sus instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. En virtud del artículo 102, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios a las entidades financieras. En paralelo con el Consejo de Gobierno, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El BCE supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional, del sector público de otros Estados miembros y de organismos e instituciones comunitarias realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. De conformidad con los considerandos del Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

[En el 2007, el Consejo de Gobierno identificó dos casos de incumplimiento de las mencionadas disposiciones del Tratado y de los reglamentos del Consejo correspondientes.

En primer lugar, el Národná banka Slovenska adquirió instrumentos de deuda emitidos por

el Banco Europeo de Inversiones (BEI) en el mercado primario. Más concretamente, el 6 de febrero de 2007 el Národná banka Slovenska compró valores denominados en dólares estadounidenses emitidos por el BEI, por un importe de 50 millones de dólares, con fines de gestión de las reservas exteriores. Dado que el Banco Europeo de Inversiones es un organismo comunitario, tales compras suponen un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria estipulada en el artículo 101 del Tratado y en el Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo. El Národná banka Slovenska vendió los instrumentos de deuda del BEI adquiridos en el mercado primario el 22 de mayo de 2007 y adoptó de forma inmediata medidas para evitar que hechos de este tipo volvieran a producirse en el futuro.

En segundo lugar, el Banka Slovenije excedió el límite impuesto a la tenencia, por parte de los bancos centrales, de moneda fraccionaria abonada en cuenta del sector público. El 15 de febrero de 2007, la tenencia por parte del Banka Slovenije de moneda fraccionaria emitida por el sector público y abonada en la cuenta del sector público nacional superó, como media diaria, el límite del 10% del valor de la moneda fraccionaria en circulación establecido en el artículo 6 del Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo. En esa fecha, el valor de la moneda fraccionaria en posesión del Banka Slovenije y abonada en cuenta del sector público alcanzó el 12,27% del valor de la moneda fraccionaria en circulación. Ello fue consecuencia del elevado retorno de monedas al Banka Slovenije, registrado en la primera mitad del mes de febrero de 2007, tras la distribución anticipada a las entidades de crédito llevada a cabo en el otoño del 2006 antes de la adopción del euro. La citada infracción fue corregida inmediatamente y las disposiciones del Tratado se vienen cumpliendo desde entonces.]

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado dispone que el BCE sea consultado acerca de cualquier

propuesta de acto jurídico comunitario o de proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia²⁰. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su sitio web.

En el 2007, el BCE emitió 43 dictámenes: 8 en respuesta a consultas formuladas por las instituciones de la UE y 35 en respuesta a consultas formuladas por las autoridades nacionales. En el 2006 se efectuaron 62 consultas. En uno de los anexos a este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en el 2007.

Cabe destacar, en particular, los dictámenes siguientes emitidos a solicitud del Consejo de la UE.

Además de los dictámenes adoptados con arreglo al apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el 5 de julio de 2007, el BCE emitió un dictamen²¹, de conformidad con el artículo 48 del Tratado, acerca de la convocatoria de la Conferencia Intergubernamental (CIG) que elaboró el nuevo Tratado de Lisboa²². El BCE acogió positivamente, en concreto, el hecho de que la estabilidad de precios y el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria, con el euro como moneda, estuvieran entre los objetivos de la UE y que la política monetaria fuera a incluirse expresamente como una de las competencias exclusivas de la UE (véase sección 1.2 del capítulo 5). El 2 de agosto de 2007, una vez que se conoció el borrador del nuevo Tratado, el Presidente del BCE escribió una carta a la Presidencia de la CIG²³ con algunas sugerencias en relación con el estatus institucional del BCE y el SEBC.

Tras la supresión por parte del Consejo de la excepción de Chipre y Malta, el BCE emitió un dictamen único²⁴ sobre las propuestas de la Comisión Europea de modificación del Reglamento (CE) n° 974/98 sobre la introducción del euro y del Reglamento (CE) n° 2866/98 sobre los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro.²⁵

El BCE fue consultado acerca de una propuesta de directiva del Consejo sobre la identificación y designación de las infraestructuras críticas europeas²⁶, destinada a mejorar la coordinación ante amenazas terroristas. El BCE señaló que las disposiciones nacionales de desarrollo de la directiva deben ser compatibles con las responsabilidades que tienen los bancos centrales de vigilancia de los sistemas de pago y liquidación de valores y de las cámaras de compensación, y que debería evitarse duplicar el trabajo ya realizado por los bancos centrales en este ámbito. El BCE destacó, asimismo, que debería mantenerse la confidencialidad de la lista de infraestructuras críticas europeas.

En un dictamen sobre una propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1338/2001 (sobre la protección del euro contra la falsificación²⁷), el BCE recordó que el Derecho penal puede entrar dentro de las competencias comunitarias, en casos excepcionales, para garantizar la efectividad del Derecho comunitario. El BCE señaló que el BCE y los BCN deberían, en principio, recibir muestras de billetes, aun cuando se conservaran como prueba en procedimientos penales, y que las competencias propias del BCE de garantizar la integridad de los billetes en euros de conformidad con el apartado 1 del artículo 106 del Tratado y el artículo 16 de los Estatutos del SEBC deberían reflejarse con mayor precisión en la propuesta. Por lo que respecta a los procedimientos que deben definir el BCE y la Comisión en relación con la obligación de verificar la autenticidad de los billetes y monedas en euros recibidos, el dictamen destacó que estas

20 De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido (DO C 191, de 29.7.1992, p. 18).

21 CON/2007/20, de 5 de julio de 2007, DO C 160, de 13.7.2007, p. 2.

22 Véase sección 1.2 del capítulo 5 para más detalles.

23 La carta ha sido publicada en las direcciones de la CIG y del BCE en Internet.

24 CON/2007/19, de 5 de julio de 2007, DO C 160, 13.7.2007, p. 1.

25 Véase sección 2 del capítulo 3.

26 CON/2007/11, de 13 de abril de 2007, DO C 116, 26.7.2007, p. 1.

27 CON/2007/42, de 17 de diciembre de 2007, DO C 27, 31.1.2008, p. 1.

instituciones deberían fijar los plazos para su aplicación a escala nacional.

En su dictamen acerca de una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 322/97 sobre la estadística comunitaria²⁸, el BCE acogió con satisfacción el reconocimiento de la necesidad de una estrecha cooperación entre el Sistema Estadístico Europeo y el SEBC en la preparación, elaboración y difusión de estadísticas comunitarias, así como las disposiciones relativas al intercambio de datos confidenciales entre ambos sistemas.

En junio del 2007, un grupo de trabajo conjunto, formado por representantes de la Comisión Europea, la Secretaría del Consejo de la UE y el BCE, publicó un informe sobre la consulta al BCE acerca de propuestas de actos jurídicos comunitarios. El grupo de trabajo se creó ante la sugerencia del Presidente del BCE. El objetivo del informe es asegurar que todas las partes aceleran los procedimientos internos, de forma que el BCE pueda recibir consultas y emitir sus dictámenes cuanto antes en el proceso legislativo. Reconoce la obligación de consultar al BCE sobre las medidas de ejecución de Nivel 2 del proceso Lamfalussy²⁹ que entren dentro de sus ámbitos de competencia, y clarifica las competencias consultivas del BCE en los ámbitos de la supervisión prudencial y la estabilidad financiera. El debate mantenido dentro del grupo de trabajo ha generado un entendimiento común sobre la necesidad de cooperación en beneficio de los procesos legislativos de la Comunidad en su conjunto. El informe refleja el entendimiento común de los miembros del grupo de trabajo y no vincula formalmente a sus instituciones respectivas.

El BCE siguió recibiendo consultas de las autoridades nacionales sobre cuestiones relacionadas con los BCN, en concreto sobre las modificaciones de los estatutos de los bancos centrales de Alemania, Grecia, Hungría y Austria³⁰. También fue consultado por la República Checa, Hungría, Portugal y

Rumanía sobre cuestiones que pueden afectar a la independencia de los BCN en su calidad de miembros del SEBC³¹.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE fue consultado por Letonia, Malta, Polonia y Rumanía sobre el régimen de reservas mínimas,³² y por Chipre, Polonia y Eslovenia en relación con cuestiones de moneda y medios de pago³³. El BCE también fue consultado por Austria, Alemania, Hungría y Rumanía sobre cuestiones estadísticas³⁴.

En cuanto a la supervisión, Bulgaria, Alemania, Grecia, Italia, Austria, Polonia y Rumanía³⁵ consultaron al BCE sobre propuestas legislativas relativas a importantes reformas del marco de supervisión financiera y a cuestiones de estabilidad financiera. En este contexto, en sus dictámenes acerca de un proyecto de ley por el que se modifica la Ley Bancaria, la Ley de Cajas de Ahorros, la Ley sobre la Autoridad de Supervisión Financiera y la Ley del Oesterreichische Nationalbank, destinado a seguir mejorando el marco de supervisión de las entidades de crédito en Austria y a reforzar el papel del BCN, el BCE reafirmó, en consonancia con sus dictámenes anteriores en este ámbito, que la cooperación (incluido el intercambio de información) entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales es fundamental para el seguimiento macroprudencial, la vigilancia de los sistemas de pago y la salvaguardia de otras infraestructuras de mercado que son esenciales para el buen funcionamiento de la política monetaria. Concretamente, desde el punto de

28 CON/2007/35, de 14 de noviembre de 2007, DO C 291, 5.12.2007, p.1.

29 El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles de aprobación de la legislación en materia de valores, banca y seguros. Para más información, véase el informe titulado «Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets», 15 de febrero de 2001, en la dirección de la Comisión Europea en Internet. Véase asimismo el Informe Anual del 2003 del BCE, p. 124.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 y CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 y CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 y CON/2007/22

33 CON/2007/39, CON/2007/28 y CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 y CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/32; CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 y CON/2007/40.

vista de la estabilidad financiera, el BCE sostuvo la tesis de que los BCN tendrían que participar, inevitablemente, en la gestión de las crisis de los mercados financieros.

Por lo que respecta a los sistemas de pago y liquidación, el BCE recibió consultas de Países Bajos, Hungría, Letonia, Grecia, Eslovenia, Rumanía y España³⁶. En este ámbito, el ministro de Economía holandés solicitó un dictamen del BCE sobre una propuesta de ley relativa a la vigilancia sistémica de las sociedades de compensación y liquidación de valores. El BCE reiteró su opinión de que, dado que los sistemas de pago están interconectados con los sistemas de compensación y liquidación de valores, hay un argumento sólido a favor de que el BCN se ocupe de la vigilancia de ambos sistemas. También repitió su recomendación de que la vigilancia de los sistemas de pago, incluida la conducta en los mercados, se asigne explícitamente a De Nederlandsche Bank, lo cual sería coherente con su participación en el Eurosistema. El BCE señaló, asimismo, que el BCN, como supervisor prudencial y sistémico, debería intervenir en la evaluación de si las normas de las entidades de compensación y liquidación contienen criterios que limitan el acceso a los participantes por motivos distintos del riesgo.

En relación con el marco jurídico para la introducción del euro, el BCE fue consultado por Chipre³⁷. Eslovaquia consultó al BCE acerca de proyectos de disposiciones legales nacionales destinadas a facilitar la futura introducción del euro y que modifican la Ley sobre el Národná banka Slovenska, así como respecto a otras 27 leyes que regulan cuestiones que entran dentro del ámbito de competencia del BCE y que son relevantes para la convergencia legal con el Tratado y los Estatutos del SEBC³⁸.

A partir del 2008, se incluye en el Informe Anual la información relativa a los casos más importantes de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de disposiciones legales o de actos jurídicos nacionales y comunitarios. En el 2007 hubo

seis casos en los que no se consultó al BCE. En un caso de incumplimiento, las autoridades de Polonia no pidieron la opinión del BCE acerca de un proyecto de ley sobre revelación de información. La ley pretendía imponer a determinadas personas la obligación de declarar actividades realizadas entre 1944 y 1990 que podrían definirse como colaboración con los servicios de seguridad estatales. Determinadas disposiciones del proyecto de ley podrían haber afectado a la independencia del banco central y modificaban algunos aspectos del sistema institucional del BCN contemplados en la Ley sobre el Narodowy Bank Polski, con implicaciones para los miembros de los órganos de gobierno y el personal del Narodowy Bank Polski. Si se hubiera consultado al BCE sobre este proyecto de ley, hubiera planteado objeciones importantes. El BCE escribió al portavoz del Sejm (cámara baja del Parlamento polaco) manifestando la obligación de consultar, pero recibió respuestas cuestionando la competencia del BCE para recibir consultas en relación con el citado proyecto de ley. Posteriormente, el Tribunal Constitucional de Polonia anuló determinadas disposiciones de la ley sobre divulgación de información que eran relevantes para el SEBC.

En otro caso de incumplimiento de la obligación de consulta, las autoridades letonas no consultaron al BCE en relación con un proyecto de disposición legal sobre asuntos de moneda, como exige el Derecho comunitario. El proyecto de disposición en cuestión, que se aprobó el 18 de diciembre de 2007, modificaba el Reglamento del Consejo de Ministros sobre la así como traducción al letón del nombre de la moneda única de la Unión Europea, que se adoptó originalmente el 26 de julio de 2005 y en relación con el cual las autoridades letonas tampoco consultaron al BCE. Mientras que el Reglamento original establecía que el nombre de la moneda única en letón era «eiro», ahora esta disposición se ha cambiado, de forma que en los

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 y CON/2007/27.

37 CON/2007/1.

38 CON/2007/43.

actos jurídicos letones debe utilizarse el término «euro». Fuera de los actos jurídicos, la moneda única sigue denominándose oficialmente «eiro» en Letonia. Tras la adopción del Reglamento original en el 2005, el BCE dirigió un escrito al ministro de Economía letón con fecha 1 de septiembre de 2005, indicando claramente que, de acuerdo con la jurisprudencia al respecto del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, los Estados miembros no pueden legislar en asuntos regulados por legislación comunitaria directamente aplicable, y subrayando que la Comunidad tiene competencia exclusiva para legislar sobre el euro y su denominación.

generales del mercado. El BCE desempeña una función de coordinación general y garantiza el buen funcionamiento del marco. En este ámbito, el número de clientes del Eurosistema en el año 2007 permaneció estable en comparación con el 2006. Con respecto a los servicios prestados, el total de saldos de efectivo y/o de valores de clientes experimentó un incremento. En el 2007, el Eurosistema realizó una encuesta a sus clientes, que confirmó su satisfacción general con la gama de servicios disponibles y con la calidad del servicio prestado.

6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA COMUNIDAD EUROPEA

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y en el artículo 9 del Reglamento (CE) nº 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el año 2007, el BCE no llevó a cabo ninguna tarea de gestión, puesto que a finales del 2006 no quedaban saldos pendientes y no se iniciaron nuevas operaciones durante el 2007.

6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En el 2007 se siguió prestando una amplia gama de servicios en el marco establecido en el año 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euros de los clientes del Eurosistema. El conjunto completo de servicios –a disposición de los bancos centrales, de las autoridades monetarias y de los organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como de las organizaciones internacionales– es ofrecido por los BCN (proveedores de servicios del Eurosistema) en términos y condiciones armonizadas conforme a los estándares



CAPÍTULO 3

INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA A LA ZONA DEL EURO

I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN CHIPRE Y MALTA

El 10 de julio de 2007, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión en la que se autorizaba a Chipre y Malta a adoptar el euro como moneda el 1 de enero de 2008, de modo que el número de países de la zona del euro se elevó de 13 a 15. La Decisión del Consejo se basaba en los informes de convergencia publicados por el BCE y la Comisión Europea en mayo del 2007 y fue precedida de un debate en el Consejo de la UE (reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno), un Dictamen del Parlamento Europeo y una propuesta de la Comisión Europea. El mismo día, el Consejo ECOFIN adoptó un Reglamento en el que se fijaban los tipos de conversión irrevocables entre la libra chipriota y el euro en 0,585274 libras chipriotas por euro, y entre la lira maltesa y el euro en 0,429300 libras maltesas por euro, siendo esas las paridades centrales acordadas que se aplicaron a partir del 2 de mayo de 2005, fecha en que estas monedas entraron a formar parte del MTC II. La libra chipriota se había mantenido próxima a la paridad central frente al euro en la parte superior de la banda de fluctuación, mientras que la lira

maltesa había permanecido en la paridad central durante todo el período en el que participó en el MTC II. Ambas monedas se situaban en niveles muy próximos o iguales a estas cotizaciones el día en que se fijaron los tipos de conversión.

Si se consideran los diez últimos años, en Chipre y Malta la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en niveles relativamente moderados, fluctuando, básicamente, entre el 2% y el 3% (véanse cuadros 14 y 15). Este comportamiento relativamente satisfactorio de la inflación debe contemplarse en el contexto de un largo periodo de existencia de regímenes de tipos de cambio fijos en estos países. En Chipre, la inflación medida por el IAPC fue más alta en el 2000 y 2003, como resultado, principalmente, de las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos, así como de los aumentos graduales de los impuestos especiales sobre la energía y del IVA (desde el 10% hasta el 15%, en el período 2002-2003) para la armonización con la UE. En Malta, la inflación medida por el IAPC fue ligeramente más alta en 1997 y

Cuadro 14 Principales indicadores económicos de Chipre

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento del PIB real	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Contribución al crecimiento del PIB real (en puntos porcentuales)</i>										
Demanda interna, excluidas existencias	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Demanda exterior neta	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
Inflación medida por el IAPC ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Remuneración por asalariado	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Costes laborales unitarios nominales, total economía	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Deflactor de las importaciones de bienes y servicios	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldos de la cuenta corriente y de capital (en porcentaje del PIB) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Empleo total	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Tasa de paro (% de la población activa)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
Tipo de interés a tres meses (%) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (%) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Tipo de cambio frente al euro ^{1),3)}	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Media de los valores del período.

2) Los datos para el 2007 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2007.

3) Libras chipriotas por euro.

1998, como consecuencia, en gran parte, de los incrementos relativamente elevados de los precios de la hostelería y del transporte. En Chipre, en el 2007 la tasa media de inflación medida por el IAPC se situó en el 2,2%, y las tasas de inflación interanual pasaron de registrar niveles moderados en el primer semestre del año a superar el 3% a finales del 2007, como reflejo, fundamentalmente, de la evolución de los precios de la energía. En Malta, la inflación medida por el IAPC fue en el 2007, en promedio, más reducida que en el 2006, como consecuencia, principalmente, de la pronunciada caída de los precios de la energía con respecto a los altos niveles del año anterior y también del descenso de los precios del alojamiento. En el segundo semestre del 2007, las tasas de inflación interanual se elevaron gradualmente, hasta alcanzar un nivel ligeramente superior al 3% en diciembre, situando la tasa media de inflación para el conjunto del año en el 0,7%. Tanto en Malta como en Chipre, los precios de los alimentos contribuyeron al aumento de la inflación en el transcurso del 2007. En Malta,

esta elevación, que se hizo particularmente evidente en el último trimestre del año, reflejó también el incremento de los precios del vestido y el calzado y de la hostelería.

La evolución de la inflación debe considerarse en el contexto del sólido crecimiento económico observado en la última década en Chipre, mientras que el crecimiento fue más lento en Malta. En Chipre, el PIB real creció alrededor de un 5% al inicio de la década, y su crecimiento se redujo posteriormente, hasta cerca del 2% en el 2002 y 2003, por efecto del debilitamiento de la demanda en el sector turístico. En los últimos años, el crecimiento del PIB real ha repuntado hasta cerca del 4%, en consonancia con la renovada fortaleza de la demanda interna. En Malta, tras registrarse un período de fuerte crecimiento económico hasta el 2000, el crecimiento del producto experimentó una marcada desaceleración, resultado de la debilidad del entorno exterior, de la mayor competencia en los mercados de exportación de Malta y de las reestructuraciones

Cuadro 15 Principales indicadores económicos de Malta

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento del PIB real	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Contribución al crecimiento del PIB real (en puntos porcentuales)</i>										
Demanda interna, excluidas existencias	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Demanda exterior neta	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
Inflación medida por el IAPC ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Remuneración por asalariado	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Costes laborales unitarios nominales, total economía	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Deflactor de las importaciones de bienes y servicios	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Fuentes: BCE y Eurostat.	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Empleo total	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Tasa de paro (% de la población activa)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
Tipo de interés a tres meses (%) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Rendimiento de la deuda pública a diez años (%) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Tipo de cambio frente al euro ^{1),3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Media de los valores del período.

2) Los datos para el 2007 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre del 2007.

3) Liras maltesas por euro.

llevadas a cabo en el sector manufacturero. Posteriormente, el crecimiento del producto volvió a elevarse, principalmente impulsado por la demanda interna, situándose, en promedio, en torno al 3%. Por lo que se refiere al sector exterior, los saldos agregados de la cuenta corriente y de la cuenta de capital de Chipre y de Malta han sido, en promedio de los últimos diez años, deficitarios, del orden del 3,5% y del 4% del PIB, respectivamente. En el año 2007, el déficit se elevó hasta alcanzar el 7,1% del PIB en Chipre y disminuyó hasta situarse en el 3,2% del PIB en Malta.

Las condiciones del mercado de trabajo han permanecido relativamente estables en la última década en ambos países. La tasa de paro fluctuó entre el 3% y el 5% en Chipre, y osciló, básicamente, en torno al 7% en Malta. Entre el 2003 y el 2005, el crecimiento del empleo fue relativamente vigoroso en Chipre, elevándose hasta casi el 4%, mientras que aumentó de forma más moderada en Malta. Sin embargo, tras la recuperación económica observada en los últimos años, la situación del mercado de trabajo mejoró en ambos países en el transcurso del 2007. Las tasas de paro mostraron una tendencia descendente tanto en Chipre como en Malta, situándose en el 3,9% y el 5,8%, respectivamente, a finales del 2007. Los importantes flujos de trabajadores extranjeros, incluidos los trabajadores estacionales, fomentaron la flexibilidad de los mercados de trabajo en ambos países.

En los últimos años, la política presupuestaria ha contribuido en mayor medida a la estabilidad de precios en Chipre y Malta, países en los que la situación de las finanzas públicas ha mejorado notablemente. Tras alcanzar niveles elevados, la ratio de déficit comenzó a disminuir en ambos países en el 2004. En Chipre, se pasó de un déficit del 6,5% del PIB en el 2003 a un superávit del 1,5% en el 2007, mientras que, en Malta, la ratio de déficit descendió, desde el 9,8% del PIB registrado en el 2003 hasta el 1,6% del PIB observado en el 2007. En ambos países, la mejora de la situación presupuestaria fue determinada, principalmente, por factores no cíclicos, aunque las medidas transitorias

han desempeñado también un papel importante en los últimos años. Aunque la ratio de deuda es alta en ambos países, se ha ido reduciendo en los últimos años. En efecto, entre los años 2004 y 2007, la ratio de deuda ha descendido, desde el 70,2% hasta el 60% del PIB en Chipre, y desde el 72,7% hasta el 62,9% del PIB en Malta. Para poder cumplir el objetivo a medio plazo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, Malta ha de adoptar medidas adicionales de saneamiento presupuestario. Además, en ambos países, será preciso contemplar un margen de maniobra suficiente en las finanzas públicas para hacer frente al deterioro de la situación demográfica que puede suponer un aumento del gasto público derivado del envejecimiento de la población.

La política monetaria influyó de forma significativa en los procesos de convergencia de Chipre y Malta. Ambos países tienen una larga tradición de regímenes de tipos de cambio fijos, que se remonta a los años sesenta. Además, el objetivo primordial de la política monetaria, es decir, el mantenimiento de la estabilidad de precios, quedó recogido en el 2002 en la Ley del Banco Central de Chipre y la Ley del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. La libra chipriota quedó vinculada al ECU en 1992 y al euro en 1999, con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$. La banda se amplió a $\pm 15\%$ en el 2001, en el contexto de la liberalización progresiva de los movimientos de capitales. Sin embargo, el Banco Central de Chipre no utilizó la banda más ancha y el tipo de cambio fluctuó dentro de un rango estrecho. La lira maltesa quedó vinculada a una cesta de monedas durante la mayor parte del período posterior a la independencia de Malta proclamada en 1964, y se asignaron ponderaciones elevadas al ECU/euro, la libra esterlina y el dólar estadounidense. Dado que la mayor ponderación en la cesta de monedas correspondía al euro (el 70%), las fluctuaciones del tipo de cambio de la lira frente al euro fueron relativamente limitadas en los años anteriores a la entrada en el MTC II. La libra chipriota y la lira maltesa se incorporaron al MTC II el 2 de mayo de 2005, con la banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$. Las autoridades

maltesas declararon también que asumían el compromiso entonces de mantener el tipo de cambio de la lira en la paridad central frente al euro.

En el 2007, la política monetaria de los bancos centrales de Chipre y Malta siguió orientándose hacia el logro de la estabilidad de precios. Ambos bancos centrales sostuvieron sus tipos de cambio fijos, manteniendo sus tipos de interés oficiales por encima de los del BCE. El Banco Central de Chipre mantuvo su tipo mínimo de puja en el 4,5% durante la mayor parte del año, mientras que el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta elevó su tipo de intervención central dos veces, en enero y mayo, en un total de 50 puntos básicos, hasta el 4,25%. El alineamiento de los tipos de interés oficiales con los del BCE se realizó el 21 de diciembre de 2007 en Chipre y el 28 de diciembre del mismo año en Malta, completando así el proceso de convergencia de los tipos de interés oficiales. En ambos países, los tipos de interés del mercado monetario evolucionaron, en general, en línea con sus respectivos tipos de interés oficiales, con lo que el proceso de convergencia de los tipos de interés de mercado finalizó en diciembre del 2007. Los tipos de interés a largo plazo ya se mantenían en niveles próximos a los de la zona del euro desde comienzos del 2006, reflejo de la confianza del mercado en la evolución económica general de ambos países

y de la credibilidad de sus políticas monetarias y cambiarias.

Tras la adopción del euro, el principal reto para Chipre y Malta es asegurar que se apliquen las políticas económicas nacionales apropiadas para alcanzar un alto grado de convergencia sostenible. Para ambos países, es particularmente importante mantener unos procesos de saneamiento de las finanzas públicas sostenibles, que gocen de credibilidad y que se basen en medidas estructurales, así como mejorar su actuación presupuestaria reduciendo de forma tangible sus ratios de deuda. También será fundamental mantener la moderación salarial, teniendo en cuenta el crecimiento de la productividad del trabajo, la situación del mercado de trabajo y la evolución de los países competidores. A estos efectos, la mayor competencia en los mercados de productos y el mejor funcionamiento del mercado de trabajo serán elementos clave. Por ejemplo, en Chipre deberán reformarse el mecanismo de indicación salarial y algunas prestaciones sociales (como los subsidios de carestía de vida) a fin de reducir los riesgos asociados a la inercia de la inflación. En Malta también habrá que eliminar limitaciones estructurales al crecimiento económico y a la creación de empleo, particularmente, elevando la tasa de actividad.

Recuadro 10

REPERCUSIONES ESTADÍSTICAS DE LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO CON LA INCLUSIÓN DE CHIPRE Y DE MALTA

La ampliación de la zona del euro para incluir a Chipre y a Malta a partir del 1 de enero de 2008 constituye la tercera ocasión en la que hay que modificar las series estadísticas de la zona para incorporar a nuevos países miembros. La preparación de las estadísticas correspondientes a la zona del euro ampliada se ha realizado, cuando ha sido necesario, en coordinación con la Comisión Europea.

La incorporación de Chipre y Malta a la zona del euro significa que los residentes en estos dos países se han convertido en residentes en la zona. Ello afecta a aquellas estadísticas de agregados de la zona que no se calculan simplemente sumando los datos nacionales —como son los casos de

las estadísticas monetarias, las de balanza de pagos y de posición de inversión internacional, así como las cuentas financieras– en la medida en que ahora habrá que consolidar las operaciones realizadas entre los residentes de Chipre y Malta y otros residentes de la zona del euro.

Así pues, a partir de enero del 2008, Chipre y Malta están obligados a cumplir todos los requerimientos estadísticos del BCE, es decir, proporcionar datos nacionales totalmente armonizados y comparables¹. Dado que el trabajo preparatorio para las nuevas estadísticas requiere plazos muy largos, los bancos centrales de Chipre y Malta y el BCE iniciaron los preparativos en esta materia mucho antes de que estos dos países se incorporaran a la UE. Tras convertirse en miembros del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Banco Central de Malta intensificaron sus trabajos preparativos para cumplir los requerimientos del BCE en materia de estadísticas monetarias, bancarias, de balanza de pagos, de finanzas públicas, de cuentas financieras y otras estadísticas financieras. En algunos campos concretos se ha formulado un plan de acción con estos dos países para lograr el cumplimiento gradual de todos los requerimientos estadísticos del BCE en el transcurso del 2008. Además, los bancos centrales de Chipre y Malta tuvieron que llevar a cabo los preparativos necesarios para la integración de las instituciones de crédito chipriotas y maltesas en el sistema de reservas mínimas del BCE y para el cumplimiento de dichas entidades con los requerimientos estadísticos pertinentes.

Para las instituciones informantes y para los BCN de los otros países de la zona del euro, la ampliación de la zona significó que, a partir de enero del 2008, tenían que informar de las operaciones (o flujos) y de las posiciones con residentes de Chipre y Malta considerándolas como operaciones y posiciones frente a la zona del euro y no como operaciones y posiciones frente a no residentes en la zona.

Además, Chipre, Malta y todos los demás países de la zona del euro tuvieron que proporcionar suficientes datos históricos con la distribución geográfica y el detalle por sectores, al menos desde el 2004, año en el que Chipre y Malta se incorporaron a la UE.

Por lo que respecta a la publicación de estadísticas de la zona del euro, el BCE ha facilitado a los usuarios acceso en tiempo real a dos conjuntos de series temporales, una que contiene datos correspondientes a la zona del euro tal como se define en la actualidad (es decir, incluidos Chipre y Malta) con la mayor longitud histórica disponible, y otra que enlaza las diversas composiciones de la zona del euro, comenzando con los once países que la integraron originalmente en 1999.

¹ Los requerimientos estadísticos del BCE se resumen en el documento titulado «ECB statistics: an overview», de abril del 2006.

2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHIPRE Y DEL BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EN EL EUROSISTEMA

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, el BCE examinó la compatibilidad de los estatutos del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta y de otras disposiciones legales chipriotas y maltesas relevantes, con el artículo 109 del Tratado. La evaluación del BCE determinó que las legislaciones chipriota y maltesa son compatibles con el Tratado y con los Estatutos del SEBC, tal y como se recoge en el Informe de Convergencia sobre Chipre y Malta publicado en mayo del 2007.

El BCE, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta adoptaron una serie de instrumentos jurídicos relativos a la integración del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el Eurosistema el 1 de enero de 2008. Como consecuencia de la decisión de suprimir la excepción a favor de Chipre y Malta adoptada por el Consejo ECOFIN el 10 de julio de 2007¹, hubo que adaptar el marco jurídico del Eurosistema. Asimismo, la introducción del euro en Chipre y Malta y la integración de sus bancos centrales en el Eurosistema requirieron la modificación de algunos instrumentos jurídicos chipriotas y malteses.

En marzo del 2007, el Banco Central de Chipre adaptó sus estatutos conforme a las recomendaciones formuladas en los Informes de Convergencia del BCE del 2004 y del 2006. Chipre había consultado al BCE acerca de los proyectos de modificación de los estatutos del Banco Central de Chipre en tres ocasiones. El BCE emitió tres Dictámenes en los que proponía modificaciones², que quedaron recogidas en la versión final de los estatutos. En el transcurso del 2007, se consultó también al BCE sobre la modificación de otras disposiciones legales chipriotas por las que se regulan temas relacionados con la moneda³.

El 30 de marzo de 2006, Malta consultó al BCE acerca de los proyectos de modificación de los estatutos del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. El BCE emitió un Dictamen⁴ en el que proponía cambios adicionales, que

quedaron recogidos en las modificaciones de los estatutos. El 21 de noviembre de 2006, el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta consultó también al BCE acerca de nuevas modificaciones destinadas a adaptar sus estatutos conforme a las recomendaciones formuladas en el Informe de Convergencia del BCE del 2006. El BCE emitió un Dictamen⁵ sobre las modificaciones, que quedaron recogidas en la versión final de los estatutos del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. El 28 de mayo de 2007, se consultó también al BCE sobre las modificaciones de la Directiva n° 1 del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativas a las reservas mínimas, sobre las que el BCE emitió un Dictamen⁶.

Como resultado de la Decisión del Consejo ECOFIN, de 10 de julio de 2007, se modificó el Reglamento (CE) n° 974/98 del Consejo para permitir la adopción del euro por Chipre⁷ y por Malta⁸, y se adoptaron el Reglamento (CE) n° 1135/2007⁹ y el Reglamento (CE) n° 1134/2007¹⁰, por los que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 y en los que se fijó el tipo de cambio irrevocable del euro frente a la libra chipriota y a la lira maltesa, respectivamente.

1 Decisión del Consejo, de 10 de julio de 2007, de conformidad con el artículo 122, apartado 2, del Tratado, relativa a la adopción por Chipre de la moneda única el 1 de enero de 2008 (2007/503/CE), DO L 186 de 18.7.2007, p. 29, y Decisión del Consejo, de 10 de julio de 2007, de conformidad con el artículo 122, apartado 2, del Tratado, relativa a la adopción por Malta de la moneda única el 1 de enero de 2008 (2007/504/CE), DO L 186 de 18.7.2007, p. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 y CON/2006/50.

3 CON/2007/39 y CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2006/58.

6 CON/2007/16.

7 Reglamento (CE) n° 835/2007 del Consejo, de 10 de julio de 2007, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 en lo que se refiere a la introducción del euro en Chipre, DO L 186 de 18.7.2007, p. 1.

8 Reglamento (CE) n° 836/2007 del Consejo, de 10 de julio de 2007, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 en lo que se refiere a la introducción del euro en Malta, DO L 186 de 18.7.2007, p. 3.

9 Reglamento (CE) n° 1135/2007 del Consejo, de 10 de julio de 2007, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión al euro con respecto a Chipre, DO L 256 de 2.10.2007, p. 2.

10 Reglamento (CE) n° 1134/2007 del Consejo, de 10 de julio de 2007, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión al euro con respecto a Malta, DO L 256 de 2.10.2007, p. 1.



El Consejo consultó al BCE respecto a las propuestas relativas a estos dos reglamentos, sobre los que el BCE emitió un Dictamen¹¹. También se consultó al BCE acerca de la legislación nacional relativa a la regulación del cambio de moneda en Chipre y Malta¹².

Por lo que se refiere a los aspectos legales de la integración del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el Eurosistema, el BCE adoptó los instrumentos jurídicos relativos al desembolso por cada banco central del importe restante de su contribución al capital suscrito del BCE, y a la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE¹³. Con arreglo al artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno adoptó Recomendaciones relativas a los auditores externos de las cuentas anuales del Banco Central de Chipre¹⁴ y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta¹⁵ a partir del ejercicio del 2008. El BCE revisó también su marco jurídico e introdujo las modificaciones requeridas por la integración del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el Eurosistema, entre las que cabe destacar las disposiciones chipriotas y maltesas de aplicación del marco jurídico del Eurosistema para la política monetaria y TARGET2. Así pues, las entidades de contrapartida chipriotas y maltesas pudieron participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema a partir del 2 de enero de 2008. El BCE adoptó también un Reglamento

relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta¹⁶. Por último, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dejaron de ser parte en el Acuerdo sobre el MTC II¹⁷.

11 CON/2007/19, DO C 160 de 13.7.2007, p. 1.

12 CON/2006/10 y CON/2007/1.

13 Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2007, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Central Bank of Cyprus y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (BCE/2007/22), DO L 28 de 1.2.2008, p. 36

14 Recomendación del Banco Central Europeo, de 15 de noviembre de 2007, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Central Bank of Cyprus (BCE/2007/12), DO C 318 de 20.11.2007, p. 1.

15 Recomendación del Banco Central Europeo, de 29 de noviembre de 2007, al Consejo de la Unión Europea, sobre los auditores externos del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (BCE/2007/17), DO C 304 de 15.12.2007, p. 1.

16 Reglamento (CE) no 1348/2007 del Banco Central Europeo, de 9 de noviembre de 2007, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta (BCE/2007/11), DO L 300 de 17.11.2007, p. 44.

17 Acuerdo, de 14 de diciembre de 2007, entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se modifica el Acuerdo de 16 de marzo de 2006 entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se establecen los procedimientos de funcionamiento del mecanismo de tipos de cambio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, DO C 319 de 29.12.2007, p. 7.

3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHIPRE Y DEL BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA EN EL EUROSISTEMA

Tras la Decisión del Consejo ECOFIN de 10 de julio de 2007 relativa a la adopción del euro por Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, el BCE llevó a cabo los preparativos técnicos necesarios para la plena integración del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el Eurosistema. De conformidad con lo dispuesto en el Tratado, ambos bancos centrales se incorporaron al Eurosistema con exactamente los mismos derechos y obligaciones que los BCN de los Estados miembros de la UE que ya habían adoptado el euro.

Los preparativos técnicos para la integración de los bancos centrales de Chipre y Malta en el Eurosistema se llevaron cabo en estrecha colaboración del BCE y de dichos bancos centrales y, en su caso, de forma multilateral con los trece BCN de la zona del euro. Estos preparativos abarcaron un amplio abanico de áreas, desde la información financiera y la contabilidad, a las operaciones de política monetaria, la gestión de los activos exteriores de reserva y las operaciones en divisas, los sistemas de pago, las estadísticas y la producción de billetes. Por lo que respecta a las operaciones, se comprobaron extensamente los instrumentos y los procedimientos de ejecución de la política monetaria y de las operaciones en divisas.

3.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Tras la adopción del euro por Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las entidades de crédito radicadas en estos dos países quedaron sujetas, a partir de esa fecha, a las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema. Sin embargo, dado que el 1 de enero de 2008 cayó casi en el medio del período de mantenimiento de reservas del Eurosistema comprendido entre el 12 de diciembre de 2007 y el 15 de enero de 2008, la aplicación del sistema de reservas mínimas en Chipre y Malta hubo de regularse por medio de disposiciones transitorias durante ese período de mantenimiento. También fueron necesarias disposiciones transitorias para el cálculo de la base de reservas de las entidades

de contrapartida. La lista de las 215 entidades de crédito chipriotas y las 22 maltesas sujetas a las exigencias de reservas del Eurosistema se publicó por primera vez en la dirección del BCE en Internet el 31 de diciembre de 2007.

La incorporación de Chipre y Malta a la zona del euro elevó las exigencias de reservas agregadas de las entidades de crédito de la zona en menos del 1% (1,1 mm de euros y 0,4 mm de euros, respectivamente). Los factores autónomos de liquidez de los dos bancos centrales redujeron, en promedio, las necesidades de liquidez de la totalidad del sector bancario de la zona del euro en 2,7 mm de euros en el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008. En el cálculo de esta cifra, las operaciones de política monetaria de absorción de liquidez realizadas por el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta antes de entrar en la zona del euro, que habían vencido todas antes del 4 de enero, se consideran también como factores autónomos. En consecuencia, teniendo en cuenta las exigencias de reservas y los factores autónomos, la incorporación de Chipre y Malta a la zona del euro redujo las necesidades totales de liquidez del sector bancario de la zona en 1,2 mm de euros, lo que supone un 0,3% de las necesidades agregadas de liquidez.

En general, este excedente de liquidez de 1,2 mm de euros se canalizó con fluidez hacia las entidades de crédito de otros países de la zona del euro a través del mercado interbancario, y pudo utilizarse para cumplir las exigencias de reservas en estos países. Sin embargo, hasta el 15 de enero, las entidades de contrapartida chipriotas colocaron también un promedio diario de unos 0,3 mm de euros en la facilidad de depósito.

Para responder a la nueva situación de liquidez de la zona del euro, el BCE ajustó el importe adjudicado en sus operaciones principales de financiación ya desde la operación que se liquidó el 28 de diciembre y que vencía el 4 de enero. Dado su superávit de liquidez, a comienzos del 2008 las entidades de contrapartida de Chipre y Malta presentaron pujas de escasa entidad

en las operaciones principales de financiación. Sin embargo, participaron en las operaciones de ajuste de absorción de liquidez realizadas los días 2 y 3 de enero, depositando 0,3 mm de euros y 0,5 mm de euros en el Eurosistema.

Al incorporarse a la zona del euro, los bancos centrales de Chipre y Malta adoptaron también el sistema de activos de garantía del Eurosistema. El Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dieron a conocer los activos admisibles como garantía en Chipre (4,2 mm de euros) y en Malta (3,1 mm de euros), utilizables desde el 1 de enero del 2008 en las operaciones de crédito del Eurosistema.

3.2 CONTRIBUCIÓN AL CAPITAL, A LAS RESERVAS Y A LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA DEL BCE

Al incorporarse al SEBC el 1 de mayo de 2004, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta desembolsaron el 7% de su participación en el capital suscrito del BCE, como contribución a los costes operativos de esta institución. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Banco Central de Malta desembolsaron el importe restante de su contribución al capital el 1 de enero de 2008. La participación total de ambos bancos centrales se cifra en 7,2 millones de euros y 3,6 millones de euros, respectivamente, equivalentes al 0,1249% y al 0,0622% del capital suscrito del BCE, que ascendía a 5,761 mm de euros el 1 de enero de 2008.

A principios del 2008, con arreglo a los artículos 30 y 49.1 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta transfirieron activos exteriores de reserva (por valor de 73,4 millones de euros y 36,6 millones de euros, respectivamente) al BCE, en proporción, basada en su participación en el capital suscrito del BCE, a los activos exteriores de reserva ya transferidos por los demás BCN de la zona del euro. De la contribución total, el 15% se

realizó en oro y el 85% en activos denominados en dólares estadounidenses. Siguiendo el precedente establecido en el 2007, con la puesta en común de las actividades operativas del Banka Slovenije con las de la Banque centrale du Luxembourg para la gestión de su parte de los activos exteriores de reserva del BCE, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta decidieron poner en común sus actividades operativas con las del Banco de Grecia y las de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, respectivamente, para la gestión de su parte de los activos exteriores de reserva del BCE. Tras la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta fueron acreditados por el BCE con un activo denominado en euros.

4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN CHIPRE Y MALTA

Seis años después de la introducción simultánea del euro en doce países de la zona del euro y un año después de la incorporación de Eslovenia al Eurosistema, se pusieron en circulación los billetes y monedas en euros en Chipre y Malta, de forma plenamente satisfactoria, el 1 de enero de 2008. Tras un período de doble circulación de un mes, el euro ya había sustituido totalmente a la libra chipriota y la lira maltesa.

Al igual que en las anteriores operaciones de cambio de moneda, el canje del efectivo se desarrolló con toda fluidez y puntualidad gracias a los exhaustivos preparativos llevados a cabo. Tanto en Chipre como en Malta, los planes para la introducción de los billetes y monedas en euros a escala nacional se habían establecido mucho antes del día € . Estos planes se basaban, entre otras cosas, en el marco jurídico adoptado en julio del 2006 por el Consejo de Gobierno sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro.

Tras la Decisión del Consejo ECOFIN de 10 de julio de 2007 relativa a la adopción del euro por Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pudieron tomar prestados del Eurosistema los billetes necesarios para la operación de cambio de moneda y para el año 2008.

Para satisfacer las necesidades de billetes de la puesta en circulación inicial, el Banco Central de Chipre recibió de las reservas del Eurosistema un total de 79,1 millones de billetes en euros por valor de 1.730 millones de euros, mientras que el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta recibió un total de 72 millones de billetes por valor de 1.566 millones de euros. Por razones geográficas y logísticas, el Banco de Grecia, la Banca d'Italia y el Banco de Portugal llevaron a cabo la entrega física de los billetes en nombre del Eurosistema.

Para cubrir las necesidades de monedas en euros, las autoridades competentes de ambos países

optaron por un procedimiento de licitación pública. La Fábrica de Moneda de Finlandia acuñó 395 millones de monedas en euros por valor de 100,3 millones de euros, para Chipre, y la Monnaie de París fabricó 200 millones de monedas en euros por valor de 56,1 millones de euros, para Malta.

El Banco Central de Chipre inició la distribución anticipada de monedas en euros a las entidades de crédito el 22 de octubre de 2007, y la distribución anticipada de los billetes en euros comenzó el 19 de noviembre. La subdistribución anticipada a los minoristas y a la industria de máquinas expendedoras empezó al mismo tiempo que la distribución anticipada. Con anterioridad a la puesta en circulación del efectivo, a partir del 3 de diciembre de 2007, las empresas y los minoristas pudieron adquirir unos euromonederos, por valor de 172 euros cada uno, de los que se distribuyeron unos 40.000; y el público tuvo también la oportunidad de comprar euromonederos de menor importe, por valor de 17,09 euros cada uno, de los que se distribuyeron 250.000 unidades.

En Malta, la distribución anticipada de monedas en euros se inició a finales de septiembre del 2007, y la de los billetes en euros, a finales de octubre. La subdistribución anticipada de billetes y monedas, incluida la de euromonederos, por valor de 131 euros cada uno, para las empresas y los minoristas, comenzó el 1 de diciembre de 2007, mientras que se pusieron a disposición del público unos 330.000 euromonederos, por valor de 11,65 euros cada uno, a partir del 10 de diciembre.

La distribución y la subdistribución anticipadas, que contribuyeron a garantizar una amplia distribución del efectivo en euros antes de su puesta en circulación, finalizaron en ambos países en las fechas programadas y han sido fundamentales para asegurar el desarrollo satisfactorio de la totalidad del proceso. Otro factor esencial para el éxito de la operación en Chipre y Malta fue la rápida adaptación de los cajeros automáticos, que ya habían sido preparados antes del día € o que fueron

adaptados el 1 de enero de 2008. Además, los minoristas entregaron el cambio sólo en euros desde el primer día.

En ambos países, el euro se puso en circulación de una vez, es decir, la introducción física de los billetes y monedas en euros se llevó a cabo al tiempo que el euro pasaba a ser la única moneda de curso legal. El Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta canjearán los billetes nacionales a lo largo de un período de diez años, y las monedas, durante un período de dos años.

Tras la introducción del euro en Chipre y Malta, los bancos centrales nacionales de la zona del euro canjearon gratuitamente billetes en libras chipriotas y liras maltesas por euros a su valor de paridad desde el primer día hábil del 2008 hasta el 29 de febrero de 2008¹⁸. La cantidad que se podía canjear quedaba limitada a 1.000 euros por persona, operación y día.

CAMPAÑA DE INFORMACIÓN SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

El BCE diseñó y llevó a cabo, en colaboración con el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, extensas campañas de información destinadas a preparar la introducción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008. El objetivo de estas campañas informativas conjuntas sobre el euro era familiarizar al público con la apariencia de los billetes y monedas en euros, sus elementos de seguridad, y con las modalidades del canje de moneda. Se prestó especial atención a los profesionales en el manejo del efectivo y a las personas con problemas de visión, colectivos para los que se organizaron cursos de formación y se publicó material informativo.

El logo «El euro, nuestra moneda», que se basa en el logo utilizado en la campaña de información para la introducción de los billetes y monedas en euros en el 2002, apareció en todas las actividades conjuntas de comunicación relacionadas con el cambio de moneda en Chipre y Malta.

En las campañas informativas conjuntas sobre el euro se adoptaron varias iniciativas, que abarcaron desde estudios y publicaciones, a un programa de relaciones públicas y de contactos con la prensa, un plan de colaboración y sitios web especiales. Tras realizarse un estudio cualitativo paneuropeo en el 2006, se puso especial énfasis en la inclusión de un elemento humano en la comunicación sobre el efectivo en euros. A fin de aproximar el euro a la población, en el material informativo se incorporaron fotografías de ciudadanos chipriotas y malteses manejando efectivo. También se extrajeron enseñanzas de la campaña de información de Eslovenia en la que las iniciativas adoptadas fueron validadas por una encuesta realizada en febrero del 2007.

El BCE editó casi 1,8 millones de publicaciones en griego, maltés, inglés y turco, que fueron distribuidas por el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Cada hogar de Chipre y Malta recibió uno de los 560.000 folletos de información al público. En Chipre, cada hogar recibió además una calculadora de euros y dos tarjetas con representaciones de billetes en euros y sus elementos de seguridad, y en Malta, dos tarjetas de conversión al euro. Estas tarjetas, que cabían en una billetera, mostraban dos imágenes que aparecían alternativamente al girar la tarjeta. En Malta, las tarjetas representaban, por un lado, una tabla de conversión de cantidades estándar en euros y en liras maltesas y, por el otro, el billete de 20 euros y sus elementos de seguridad. En Chipre, la tarjeta representaba los billetes de 20 euros y de 50 euros y sus elementos de seguridad.

Se dedicó especial atención a las personas con problemas de visión para quienes se

¹⁸ Con arreglo al artículo 52 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable frente al euro sean canjeados por los bancos centrales nacionales de la zona del euro a sus respectivos valores de paridad. En este contexto, el 24 de julio de 2006 el Consejo de Gobierno adoptó una Orientación sobre el canje de estos billetes.

publicó una «tarjeta sonora sobre el euro», un producto innovador inspirado en las tarjetas de cumpleaños musicales, que contenía un *chip* electrónico con un mensaje grabado de tres minutos en el que se describían las principales características del euro y las modalidades de canje de moneda en el país en cuestión.

Varias actividades de relaciones públicas y encuentros con la prensa suscitaron una extensa cobertura informativa en los medios de comunicación: bandas con el euro decoraron los edificios del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, se celebró una conferencia sobre el euro en Malta para fomentar el diálogo sobre los aspectos económicos y prácticos del euro, y se dio una conferencia al mundo académico en Chipre. Los días 12 y 18 de enero de 2008 se organizaron celebraciones por el euro en Malta y Chipre, respectivamente. En septiembre del 2007, el BCE organizó en Fráncfort un seminario de dos días en el que se ofreció a los periodistas chipriotas y malteses amplia información sobre la organización, las funciones y las actividades del BCE/Eurosistema.



CAPÍTULO 4

ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

I ESTABILIDAD FINANCIERA

El Eurosistema contribuye al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, el Eurosistema asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria en estos ámbitos.

I.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

En colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en sus siglas en inglés) del SEBC, el BCE trata de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero¹. Actividades fundamentales para lograr este objetivo son el seguimiento de los riesgos con incidencia sobre la estabilidad financiera y la evaluación de la capacidad de resistencia del sistema financiero. Este seguimiento se centra principalmente en las entidades de crédito, puesto que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos, por lo que pueden propagar los riesgos en el sistema financiero. Al mismo tiempo, la importancia creciente de los mercados financieros y de otras instituciones financieras y su vinculación con las entidades bancarias, hacen necesario que el SEBC realice un seguimiento de la vulnerabilidad de estos componentes del sistema financiero.

EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2007, las tensiones registradas en los mercados financieros internacionales en el segundo semestre hicieron que se plantearan algunas cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera de la zona del euro. Los principales acontecimientos, su evolución y las lecciones que pueden extraerse de este episodio se consideran en otra sección del Informe (véase sección 2 del capítulo 1) y en otras publicaciones del BCE, entre las que cabe destacar el informe titulado «*Financial Stability Review*». En general, y pese a las turbulencias, el sistema financiero de la zona del euro mantuvo su solidez y capacidad de resistencia en el 2007.

Sin embargo, en el segundo semestre del año, dicha capacidad de resistencia se vio sometida a fuertes presiones durante un período prolongado. Aunque el entorno macroeconómico continuó respaldando, en gran medida, la estabilidad del sistema financiero durante el año, en julio y agosto se produjo un repentino cambio de tendencia en las favorables condiciones de financiación vigentes hasta entonces. Este episodio de turbulencias en los mercados financieros, desencadenado por el pronunciado aumento de las tasas de morosidad de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, provocó una revisión de la valoración del riesgo de crédito en diversos mercados y, en última instancia, condujo a distorsiones en el funcionamiento de los mercados de financiación más importantes.

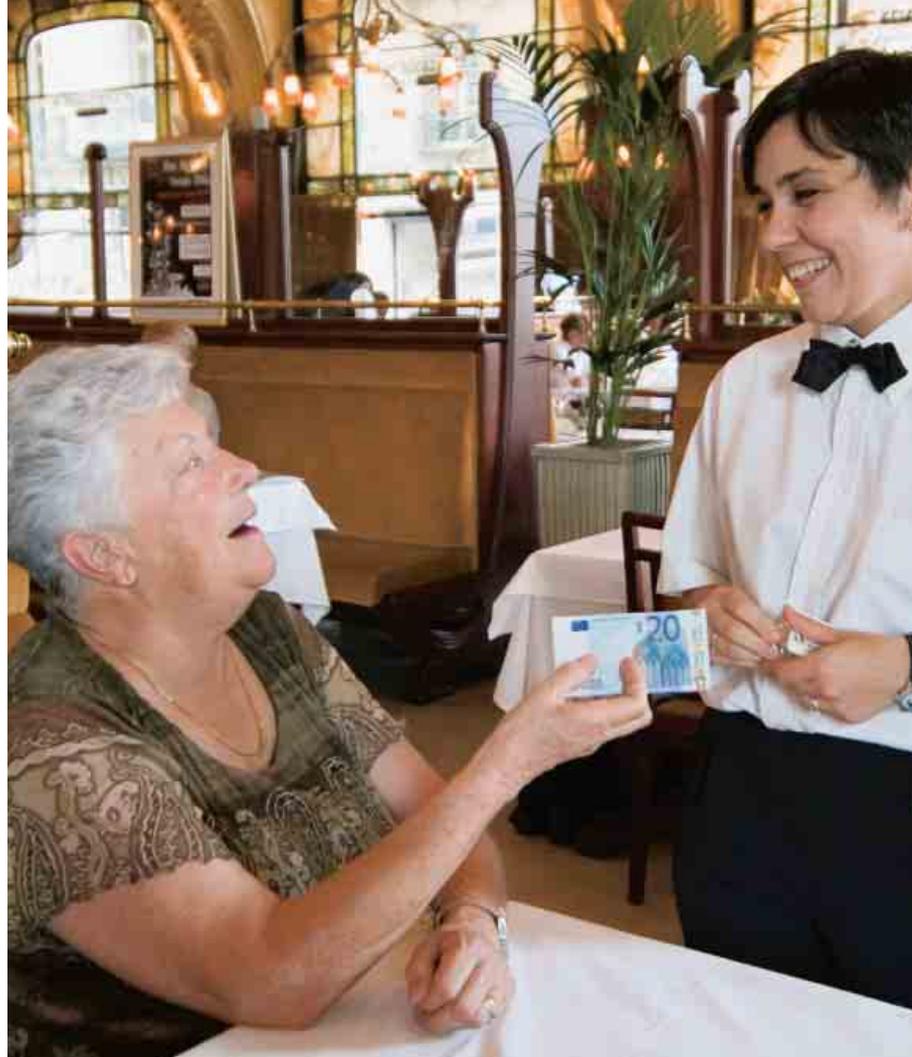
Antes de que comenzaran las tensiones en los mercados, la situación del sistema financiero de la zona del euro era sólida, como consecuencia de varios años de elevada rentabilidad en el sector bancario, que continuó en el primer semestre del 2007. Esto hizo que el sistema bancario contara con un amplio margen para absorber los efectos de las perturbaciones. La mejora de la rentabilidad de las entidades bancarias de la zona del euro en el primer semestre del 2007 se vio impulsada, en su mayor parte, por el fuerte crecimiento de los otros productos ordinarios, mientras que el margen financiero siguió sometido a presiones en un contexto de aplanamiento de la curva de tipos de interés, pese al intenso crecimiento de los préstamos al sector privado, aunque se produjo una desaceleración. La rentabilidad de los grandes bancos de la zona del euro también se vio respaldada por la persistencia de unas provisiones para insolvencias reducidas. Sin embargo, en el

¹ Desde finales del 2004, el BCE publica un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «*Financial Stability Review*». Asimismo, en el 2007 publicó la sexta edición de los informes titulados «*EU banking sector stability*» y «*EU banking structures*». En estas publicaciones se presentan las principales conclusiones del seguimiento periódico que realiza el Comité de Supervisión Bancaria sobre la estructura y la estabilidad del sector bancario. Estas publicaciones pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

segundo semestre, los niveles de rentabilidad resultaron adversamente afectados por la revisión de la valoración del riesgo de crédito y por el endurecimiento de las condiciones de mercado para la obtención de liquidez. Esta incidencia negativa tuvo su origen, en parte, en los ajustes de valoración de los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y los productos de crédito estructurado, así como por los compromisos de concesión de préstamos apalancados. Las turbulencias en los mercados de crédito afectaron, en particular, a los ingresos procedentes de otros productos ordinarios de las entidades, mientras que los bancos que recurren a la financiación en los mercados mayoristas también afrontaron dificultades para ampliar el margen financiero.

Aunque la alta rentabilidad que continuaron obteniendo las entidades en el primer semestre del 2007 contriuyó positivamente a su capitalización, los coeficientes de solvencia descendieron ligeramente debido a que la tasa de crecimiento de los activos ponderados por el riesgo fue superior a la tasa de crecimiento de los recursos propios. Aún así los niveles de solvencia permanecieron sustancialmente por encima de los requerimientos mínimos de capital regulatorio en el citado semestre. Pese a la evolución adversa de la rentabilidad en el segundo semestre del año, es poco probable que las implicaciones directas de las perturbaciones registradas en los mercados financieros afecten significativamente a los coeficientes de solvencia de los grandes bancos de la zona del euro para el 2007, lo que indica que han mantenido en niveles adecuados su capacidad de resistencia.

Aparte de las posibles consecuencias de las turbulencias en los mercados de crédito, los riesgos futuros para el sistema bancario de la zona del euro están relacionados principalmente con la posibilidad de una evolución adversa del ciclo crediticio, con implicaciones negativas para la calidad de los activos y para las provisiones para insolvencias de las entidades. Además, la posible corrección desordenada de los desequilibrios mundiales continúa siendo una



fuente de riesgo para la estabilidad financiera global a medio plazo.

La situación financiera del sector de seguros de la zona del euro continuó mejorando en el primer semestre del 2007, confirmando la mejora observada desde el 2004. Esta fortaleza se vio favorecida por el nuevo incremento de las primas, así como por la moderación de costes y la evolución contenida de las pérdidas. El aumento de las rentas de la inversión resultante de la trayectoria positiva de los mercados bursátiles en el primer semestre del 2007 también contribuyó al crecimiento de la rentabilidad. Sin embargo, aún subsisten algunos riesgos en este sector, que pueden haberse incrementado. Los riesgos de los mercados financieros siguen siendo los de mayor relevancia para este sector. Aunque parece que las empresas de seguros de la zona del euro han limitado su exposición a las hipotecas de alto riesgo y a los productos de crédito estructurado, los efectos secundarios de las dificultades registradas en los mercados de crédito pueden ser motivo de preocupación. Es posible que emerjan nuevos riesgos derivados de la mayor competencia, en particular en el segmento de seguros distintos del seguro de vida, que podrían ejercer presiones a la baja sobre el crecimiento de las primas.

El sector internacional de *hedge funds* (fondos de inversión apalancados) continuó creciendo en el 2007 en su conjunto, aunque la evolución de los flujos netos de entrada registró variaciones significativas durante el año. Estos flujos fueron muy elevados en el primer semestre, a pesar del breve episodio de turbulencia que afectó a los mercados financieros a finales de febrero y principios de marzo. Sin embargo, en el segundo semestre, los flujos netos de entrada en el sector de *hedge funds* resultaron adversamente afectados por las tensiones registradas en los mercados de crédito y las pérdidas generalizadas sufridas en agosto, que afectaron a todas las estrategias de inversión de estos fondos. No obstante, al final del tercer trimestre del 2007, los resultados obtenidos por este sector en su conjunto en los meses transcurridos del año seguían siendo positivos.

EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL

La evolución estructural del sector bancario, que suele abarcar largos períodos de tiempo, puede tener consecuencias importantes para la estabilidad del sistema financiero. En el 2007 se mantuvieron las principales tendencias de largo plazo hacia la concentración y la intermediación. Los mercados bancarios de los Estados miembros de la UE siguieron caracterizándose por acusadas diferencias estructurales.

El proceso de concentración, evidenciado por la disminución del número de entidades de crédito, continuó en términos agregados, aunque a una tasa en descenso. A finales del 2006, el número de entidades de crédito en la UE-25 se había reducido un 2% con respecto al año 2005. Al mismo tiempo, las actividades de intermediación (en términos de activos totales del sector bancario), siguieron registrando una tasa de crecimiento superior a la del PIB nominal. La disminución del número de entidades de crédito y el crecimiento de los activos bancarios señalan la creciente importancia de las entidades de mayor tamaño.

La reducción del número de entidades de crédito estuvo estrechamente relacionada con las operaciones de fusión y adquisición llevadas a cabo en el sector bancario de la

UE, principalmente de tipo interno. Al mismo tiempo, la tendencia decreciente observada en el número de operaciones de fusión y adquisición desde el año 2000 continuó en el 2007. Las operaciones transfronterizas entre entidades de crédito de la UE y de terceros países constituyen una excepción a esta tendencia porque registraron un incremento, especialmente en los dos últimos años. Sin embargo, el valor de estas operaciones aumentó en el 2007, principalmente como consecuencia de fusiones y adquisiciones de envergadura dentro de algunos Estados miembros. Con la adquisición de ABN Amro por el consorcio formado por el Royal Bank of Scotland, el Banco Santander y Fortis, las operaciones transfronterizas en la UE alcanzaron una nueva magnitud. Esto pone de manifiesto el predominio de una cantidad relativamente reducida de grandes operaciones que se han estado produciendo desde el 2004.

En cuanto a los canales de distribución utilizados en la banca minorista, recientemente se han producido algunos cambios. La estructura de sus sucursales se está modificando en cuanto a ubicación y servicios prestados, con vistas a incrementar su eficiencia en términos de costes y a mejorar su integración en los nuevos canales de distribución utilizados por las entidades de crédito. Además, se está observando un rápido crecimiento de los canales electrónicos que los bancos utilizan no sólo para proporcionar información y ejecutar operaciones, sino también para la promoción y venta de productos bancarios. Además, al tratar de hacer frente a la fuerte competencia existente en el área del crédito al consumo, los bancos están incrementando su cooperación con terceros como minoristas, sociedades financieras y grupos de agentes o servicios financieros. Esta evolución y, en particular, el uso creciente de canales electrónicos, podría entrañar diversos tipos de riesgos (operacional, de reputación, de liquidez, legal y estratégico). Sin embargo, dado que los canales electrónicos todavía tienen una importancia limitada para la mayor parte de las entidades de crédito, hasta el momento no se han detectado grandes motivos de preocupación para la estabilidad financiera.

1.2 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Los aspectos más destacados en el ámbito de los mecanismos de estabilidad financiera en el 2007 estuvieron relacionados con el análisis de los resultados del ejercicio de simulación de crisis a escala de la UE realizado en abril del 2006². El Grupo de Trabajo Ad Hoc sobre Mecanismos de Estabilidad Financiera de la UE del Comité Económico y Financiero, que recibió el mandato de estudiar algunos de los aspectos más importantes derivados del ejercicio, y que contó con la participación del BCE, presentó su informe final en septiembre del 2007 con una serie de recomendaciones que posteriormente fueron aprobadas por el Comité Económico y Financiero. Durante este debate, el BCE subrayó que los trabajos debían centrarse, principalmente, en la prevención de crisis financieras, aunque sin dejar de lado los temas relevantes relacionados con la gestión de crisis, si se producen, y su eventual resolución. Como parte de estos esfuerzos, el Comité de Supervisión Bancaria, en colaboración con el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés), desarrolló un marco analítico común para valorar las implicaciones sistémicas de una crisis financiera con el objeto de proporcionar un lenguaje común para los debates entre las autoridades de los Estados miembros afectados por una crisis financiera de ámbito transfronterizo, lo que permitirá a las autoridades nacionales respectivas abordar con mayor eficacia la incidencia de una crisis sobre sus respectivos sistemas financieros nacionales y economías reales.

Como consecuencia de las recomendaciones del Comité Económico y Financiero, el Consejo ECOFIN alcanzó un acuerdo en octubre del 2007 sobre un plan de actuación estratégico para reforzar los mecanismos de estabilidad financiera de la UE, tanto a escala comunitaria como nacional. Como primer paso, el Consejo adoptó un conjunto de principios comunes para la gestión de crisis financieras transfronterizas que se incluirán en un Convenio de Cooperación (*Memorandum of Understanding, MoU*, en sus siglas en inglés) entre los bancos centrales, las

autoridades de supervisión y los Ministerios de Economía de los Estados miembros de la UE que se firmará en la primavera del 2008 como una ampliación del Convenio firmado en el 2005. El nuevo Convenio de Cooperación incluirá también el marco analítico común anteriormente citado. Además, recogerá orientaciones de carácter práctico para la gestión de crisis que responden a una interpretación común de las medidas que deben adoptarse en caso de que se produzca una crisis transfronteriza. El Consejo ECOFIN también recomendó a los Estados miembros que comparten preocupaciones sobre la estabilidad financiera que desarrollen y suscriban «acuerdos de cooperación voluntaria específicos» que sean acordes con el Convenio de Cooperación de la UE ampliado y que aprovechen los mecanismos de supervisión transfronterizos para la prevención de crisis. La Comisión Europea fue invitada a considerar posibles mejoras en estrecha colaboración con los Estados miembros y, en caso necesario, proponer modificaciones en la regulación centradas, en particular, en el intercambio de información, en la transferencia transfronteriza de activos, en la liquidación de grupos bancarios y en las disposiciones sobre los sistemas de garantía de depósitos. La Comisión Europea está revisando la Directiva 2001/24/CE, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito, tomando en consideración las aportaciones técnicas del BCE, con el fin de presentar propuestas en el 2008 con miras a continuar mejorando los mecanismos de gestión y resolución de crisis de los grupos bancarios de la UE.

2 Este ejercicio fue organizado por el Comité Económico y Financiero, con el fin de contrastar el Convenio de Cooperación en situaciones de crisis entre los supervisores bancarios, los bancos centrales y los Ministerios de Economía. Para más detalles, véase el Informe Anual del BCE 2006, p. 151.

2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

2.1 CUESTIONES GENERALES

Una prioridad fundamental de los últimos años ha sido garantizar la eficiencia y la eficacia del marco regulador y supervisor de la UE para los servicios financieros. El marco Lamfalussy³ sobre regulación y supervisión financieras, implantado en el ámbito de los valores en el año 2002 y extendido a los sectores bancario y de seguros en el 2005, se concibió para proporcionar un entorno institucional adecuado a este respecto.

Los progresos efectuados hacia la convergencia y la cooperación en el contexto del marco Lamfalussy vienen siendo objeto de atento seguimiento. En el segundo semestre del 2007 se realizó la primera revisión completa del marco Lamfalussy sobre regulación y supervisión del sector financiero, que culminó con la adopción de las conclusiones por parte del Consejo ECOFIN en su reunión del 4 de diciembre de 2007. La revisión se benefició de las aportaciones de diversas instituciones y foros de la UE, entre los que se incluyen la Comisión Europea, el Grupo de Seguimiento Interinstitucional (IIMG, en sus siglas en inglés), el Comité de Servicios Financieros (FSC, en sus siglas en inglés), y el Parlamento Europeo. El Eurosistema, que ha respaldado activamente el enfoque Lamfalussy desde su concepción y ha seguido con atención su evolución como parte de su cometido de contribuir a la correcta instrumentación de las políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero, publicó su contribución el 30 de noviembre de 2007.

En su contribución, el Eurosistema señaló que la evolución del mercado —principalmente los avances realizados en la integración del sector bancario, la creciente relevancia de los grupos bancarios de la UE con importantes actividades transfronterizas y la mayor centralización de las funciones de negocio— ha puesto de relieve la urgente necesidad de potenciar la convergencia y la cooperación transfronterizas en la supervisión de las entidades de crédito de la UE. Con ello se garantizaría un seguimiento y una respuesta

eficaces a los riesgos financieros transfronterizos, al mismo tiempo que se proporciona un frente de supervisión más eficiente y se garantiza la igualdad de condiciones para los participantes en el mercado. Para alcanzar estos objetivos será necesario mejorar cada fase del proceso de regulación y supervisión.

Además, el Eurosistema considera que debe reforzarse el papel del CEBS en el marco institucional de la UE y recalcar las responsabilidades de los miembros de este Comité en la promoción de la convergencia y la cooperación a escala comunitaria. Al mismo tiempo, los objetivos de la UE en materia de política económica deben especificarse con más claridad. En cuanto al marco regulador, el Eurosistema considera preciso potenciar la convergencia de la legislación bancaria en la UE. Aunque la principal prioridad en el ámbito de la cooperación entre las autoridades supervisoras del país de origen y las del país de acogida será la efectiva puesta en práctica del marco regulador mejorado previsto en la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC)⁴, debe considerarse la posibilidad de introducir nuevas aclaraciones. En este contexto, los mecanismos de cooperación entre los supervisores del país de origen y los del país de acogida para las sucursales en el extranjero merecen especial atención, principalmente para asegurar una

3 El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles. El Nivel 1 se refiere a los principios básicos de la legislación que se han de adoptar mediante el procedimiento legislativo normal: las propuestas se originan en la Comisión Europea, y el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE las adoptan mediante el procedimiento de codecisión. El Nivel 2 dispone la adopción y la modificación, mediante un procedimiento rápido, de medidas para la aplicación de la legislación del Nivel 1. El Nivel 3 está relacionado con el trabajo de los comités de Nivel 3 para reforzar la cooperación y la convergencia en el ámbito de la supervisión. El Nivel 4 se refiere a las medidas de la Comisión para reforzar la ejecución de la legislación de la UE. Para más información, véase el «*Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*», 15 de febrero de 2001. Este informe se puede consultar en la dirección de la Comisión Europea en Internet. Véase también el Informe Anual del BCE 2003, p. 124.

4 La DRC comprende dos Directivas refundidas del 14 de junio de 2006: Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y Directiva 2006/49/CE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

colaboración adecuada por parte del país de acogida en lo que respecta a grandes sucursales en el extranjero. Para estimular la convergencia de las exigencias en materia de supervisión, el Eurosistema subraya la importancia de reforzar los procesos de toma de decisiones del CEBS con una puesta en práctica según el principio de «cumplir o explicar», así como de la transparencia supervisora efectiva y de la evaluación entre pares. Por último, recientemente se han introducido varias medidas para fomentar la convergencia de los procesos de supervisión. Estas medidas están especialmente relacionadas con la aplicación coherente de los estándares del CEBS en la práctica, con el «establecimiento de redes operativas» entre los colegios supervisores responsables de grupos bancarios de la UE, con la delegación de tareas y la mediación entre supervisores, y con los esfuerzos por promover una cultura supervisora común. El Eurosistema considera importante que estas medidas se apliquen de manera efectiva y se amplíen en el futuro.

2.2 SECTOR BANCARIO

El BCE, en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria, ha estado trabajando en relación con la gestión del riesgo de liquidez de las entidades de crédito. En el primer trimestre del 2007 se ultimó un informe sobre la gestión del riesgo de liquidez de grupos bancarios transfronterizos de la UE, que representó una oportuna contribución al trabajo de regulación de la Comisión Europea en este ámbito. El informe también se envió al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y al CEBS como una aportación a su trabajo sobre este tema.

En octubre del 2007 se publicó una versión reducida del informe que se incluyó como una sección especial en la publicación del BCE titulada «*EU banking structures*». El informe se centra en cuestiones relacionadas con la regulación de la liquidez y con la evolución de la organización de la gestión del riesgo de liquidez de entidades bancarias transfronterizas,

así como en las posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Las principales conclusiones del informe pueden resumirse como sigue: en primer lugar, las entidades de crédito transfronterizas no consideran que la fragmentación de la regulación del riesgo de liquidez en la UE imponga demasiadas restricciones a la gestión transfronteriza de la liquidez intragrupo. No obstante, las entidades señalaron que otras normas que podrían impedir una gestión eficiente del riesgo de liquidez son las relativas a los acuerdos entre las autoridades competentes del país de origen y del país de acogida y a los límites para los grandes riesgos. En segundo lugar, aunque las entidades de crédito transfronterizas reconocen la utilidad de las iniciativas adoptadas por los bancos centrales para hacer frente a los problemas derivados de los flujos internacionales de liquidez y el uso transfronterizo de los activos de garantía, señalan que pueden persistir ciertos obstáculos relacionados con la puesta en común de la liquidez y con el uso transfronterizo de los activos de garantía. En tercer lugar, pese a las diferencias en la gestión del riesgo de liquidez de las entidades de crédito transfronterizas, se confirmó la tendencia hacia la centralización de las políticas y los procedimientos de gestión de la liquidez y hacia la descentralización de la gestión diaria de la liquidez. En cuarto lugar, todavía no se ha generalizado el uso de sistemas internos de gestión del riesgo de liquidez sofisticados, pero los grandes bancos que los han desarrollado e implantado desearían poder utilizarlos a efectos regulatorios. Por otra parte, las entidades bancarias de menor tamaño utilizan actualmente los coeficientes regulatorios de liquidez también para su gestión interna. Por último, entre las características de los mercados que principalmente afectan a la gestión del riesgo de liquidez de los bancos, se identifican la reducción del horizonte temporal de las obligaciones de pago, el uso de fuentes de financiación con mayor base en el mercado y potencialmente más volátiles, y la creciente necesidad de disponer de activos de garantía de alta calidad.

En el futuro, el BCE, en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria, continuará trabajando en esta importante área. En este contexto, el Comité analizará las prácticas actuales relativas a las pruebas de resistencia frente a situaciones de riesgo de liquidez y los planes riesgo de liquidez y los planes de financiación de contingencias de las entidades de crédito de la UE.

El BCE también está realizando trabajos sobre los posibles efectos procíclicos de la DRC. De conformidad con la Directiva, la Comisión Europea, en colaboración con los Estados miembros, y tomando en consideración la contribución del BCE, ha recibido el mandato de analizar periódicamente si los requerimientos mínimos de capital afectan de manera significativa al ciclo económico, así como de proponer medidas correctivas en caso de que así sea. Para la consecución de este objetivo, el Comité de Supervisión Bancaria y el CEBS están desarrollando conjuntamente un marco analítico para valorar el posible impacto procíclico del nuevo marco regulador del capital.

medidas reguladoras de los fondos de inversión apalancados (*hedge funds*) en foros internacionales y europeos, dada su creciente importancia en el sistema financiero y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Tras la publicación de un informe sobre instituciones altamente apalancadas elaborado por el Foro de Estabilidad Financiera (FSF, en sus siglas en inglés), quedó confirmado el consenso internacional sobre el enfoque indirecto vigente en materia de regulación, basado en un minucioso examen de los *hedge funds* por sus contrapartidas, principalmente entidades bancarias, y por los inversores. El enfoque indirecto, junto con la aplicación de las mejores prácticas por parte de los participantes en el mercado, cuenta con el pleno apoyo del BCE. El FSF está realizando un estrecho seguimiento de la aplicación de sus recomendaciones por las autoridades supervisoras, las contrapartidas, los inversores y el sector de *hedge funds*, y ya ha informado a los gobernadores y a los ministros de Economía del G-10 acerca de los progresos realizados hasta la fecha en este ámbito.

2.3 VALORES

El BCE contribuyó al desarrollo del marco regulador de la UE en materia de valores mediante su participación en el Comité Europeo de Valores, y también participó, en calidad de observador, en los trabajos del Grupo de Expertos del Mercado Europeo de Valores (ESME, en sus siglas en inglés), creado por la Comisión Europea como órgano consultivo para este sector.

En general, en el 2007, las autoridades públicas centraron su atención en la correcta transposición por parte de los Estados miembros de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros y de la Directiva sobre transparencia, así como en valorar la necesidad de potenciar la intervención de las autoridades reguladoras.

Más concretamente, el BCE participó activamente en el debate sobre posibles

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema tiene un elevado interés en fomentar la integración financiera en Europa, dado que un sistema financiero integrado propicia la transmisión fluida y efectiva de la política monetaria en la zona del euro y facilita la tarea encomendada al Eurosistema de mantener la estabilidad financiera. La integración financiera, uno de los objetivos prioritarios de la UE, favorece también el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación de valores, y puede contribuir a promover el desarrollo del sistema financiero y, con ello, a impulsar el crecimiento económico.

El Eurosistema distingue cuatro tipos de actividades a través de las cuales contribuye a fomentar la integración financiera europea: i) propugnar una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y realizar un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuar como catalizador de las acciones colectivas del sector privado, iii) brindar asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y sobre la adopción directa de disposiciones legales, y (iv) prestar servicios de banco central encaminados también a fomentar la integración financiera. El BCE prosiguió sus actividades en estos cuatro ámbitos a lo largo del 2007.

IMPORTANCIA Y SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En marzo del 2007, el BCE presentó una nueva publicación anual, titulada «*Financial integration in Europe*». El principal objeto de este informe es contribuir al objetivo de avanzar en la integración financiera europea y que el público conozca mejor la contribución del Eurosistema a la consecución de este objetivo. El informe consta de tres capítulos. En el primer capítulo se presenta la valoración del BCE del estado de la integración financiera de la zona del euro, basada en un conjunto de indicadores cuantitativos con detalladas explicaciones de los mismos en un anexo estadístico, que abarca numerosos aspectos relevantes del sistema financiero (como el mercado monetario, los mercados de valores de renta fija y de valores de renta variable y el mercado bancario, así

como las infraestructuras de mercado), que se publican semestralmente en la dirección del BCE en Internet y una vez al año en este nuevo informe. El segundo capítulo, «Temas especiales», aborda el análisis en profundidad de temas destacados. La elección de los temas tratados se basa, en general, en su importancia para la agenda de integración financiera de la UE y en su relevancia para la realización de las funciones del BCE. En este segundo capítulo se tratan los siguientes temas: «Política monetaria e integración financiera», «El fortalecimiento del marco de la UE para las entidades de crédito transfronterizas», y «La iniciativa SEPA y sus consecuencias para la integración financiera». Por último, en el tercer capítulo se describen las actividades del Eurosistema que han contribuido al objetivo de avanzar en la integración y el desarrollo de los mercados financieros en Europa durante el año pasado.

En el 2007, el BCE también continuó participando en la Red de Investigación sobre los Mercados de Capital y la Integración Financiera en Europa, que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies de la Universidad de Fráncfort del Meno. La red prosiguió su programa de conferencias con representantes de la comunidad académica, participantes en los mercados y responsables de la política económica, con la participación activa de los BCN. La novena conferencia, titulada «*Asset management, private equity firms and international capital flows*», fue organizada por el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland y tuvo lugar los días 8 y 9 de octubre de 2007 en Dublín. En el contexto de esta red, el BCE concede cada año cinco «Lamfalussy Fellowships» a jóvenes investigadores. Dado que se prevé que la integración financiera tenga implicaciones para el desarrollo del sistema financiero y para el crecimiento económico, los trabajos del BCE en este ámbito están estrechamente relacionados con el análisis más general de los factores determinantes del buen funcionamiento de los sistemas financieros. Los trabajos en este ámbito, que prosiguieron en el 2007, tuvieron por objeto establecer un marco conceptual que evaluara el desarrollo del sistema financiero.

CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO

Los avances en la integración financiera europea dependen, en gran medida, de las iniciativas del sector privado encaminadas a aprovechar las oportunidades existentes para el negocio transfronterizo. Las autoridades apoyan los esfuerzos de este sector.

En el 2007, el Eurosistema continuó respaldando la iniciativa SEPA. La fase más importante en la implantación de este proyecto tuvo lugar en el 2007, en preparación para la puesta en funcionamiento de la SEPA en enero del 2008. El Eurosistema reforzó su papel de catalizador manteniendo un diálogo constante con las entidades de crédito y otras partes interesadas e intensificó los esfuerzos de coordinación con la Comisión Europea. En julio del 2007, el Eurosistema expresó su posición sobre todos los temas pertinentes en su quinto informe sobre la SEPA. El informe describe la situación de los instrumentos y las infraestructuras de la SEPA y recoge recomendaciones relacionadas con los mismos, la valoración del Eurosistema de las medidas de implantación y la migración a la SEPA, y el marco jurídico para la SEPA y la estructura de gobierno de los esquemas y marcos relacionados. El Eurosistema trabajó en estrecha colaboración con la Comisión Europea, especialmente respaldando la adopción de la Directiva sobre Servicios de Pago (DSP)⁵, que fue aprobada por el Parlamento Europeo el 24 de abril de 2007 y por el Consejo de la UE el 15 de octubre de 2007. El BCE y la Comisión publicaron una declaración conjunta expresando su satisfacción por la adopción de la DSP como un paso decisivo hacia la consecución de la SEPA. En cuanto al proceso de implantación del proyecto, los BCN participan directamente en el trabajo de los organismos nacionales responsables de la migración a la SEPA. En el ámbito europeo, el BCE proporcionó un marco analítico con el fin de realizar comparaciones entre los planes de implantación nacionales. El Eurosistema organizó varios foros para facilitar un diálogo abierto con las entidades de crédito, los usuarios y los proveedores de infraestructuras, y respaldó iniciativas similares de las entidades

y la Comisión Europea. El Eurosistema facilitó información a todas las partes interesadas en folletos y en las direcciones del BCE y de los BCN en Internet, y proporciona acceso a un directorio de vínculos que reúne información relacionada con la SEPA.

Las redes de tarjetas para pagos en euros que operan en Europa deben cumplir el marco de la SEPA para tarjetas desde principios del 2008, y el esquema de la SEPA para transferencias se puso en marcha el 28 de enero de 2008. Para dar a conocer este importante hito, el BCE, la Comisión Europea y el Consejo Europeo de Pagos organizaron un acto de lanzamiento de la SEPA el 28 de enero al que acudieron partes interesadas en el proyecto y los medios de comunicación.

El BCE ha respaldado la iniciativa de valores a corto plazo europeos (*Short-Term European Paper-STEP*) desde sus comienzos en el 2001. Tras la puesta en marcha con éxito del mercado STEP en julio del 2006, el Eurosistema ha continuado contribuyendo a esta iniciativa en dos áreas principales. En primer lugar, el BCE y nueve BCN de la zona del euro seguirán proporcionando, en relación con la etiqueta STEP, asistencia técnica a la Secretaría de STEP, responsable de la concesión y retirada de estas etiquetas, hasta junio del 2008. En segundo lugar, el BCE publica regularmente estadísticas sobre importes y tipos de interés del mercado STEP en su dirección en Internet. Se espera que estas estadísticas contribuyan notablemente a fomentar la integración de este mercado, al aumentar su grado de transparencia. Desde septiembre del 2006, el BCE ha publicado estadísticas mensuales de saldos vivos de STEP y, desde abril del 2007, estadísticas diarias de los tipos de interés de proveedores de datos seleccionados. Está prevista la publicación de estadísticas diarias procedentes de todos los proveedores de datos a partir del 2008.

5 Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE (DO L 319, 5.12.2007, p. 1).



ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO LEGISLATIVO Y REGULADOR DEL SISTEMA FINANCIERO Y SOBRE LA ADOPCIÓN DIRECTA DE DISPOSICIONES LEGALES

El Eurosistema contribuye regularmente al desarrollo del marco legislativo y regulador de la UE, brindando asesoramiento sobre las principales políticas adoptadas e iniciativas en curso.

En relación con el marco de supervisión financiera de la UE, en el 2007 la actividad se centró en la revisión general del marco Lamfalussy (véase también la sección 2 del presente capítulo), a la que contribuyó el Eurosistema. Además, de conformidad con las funciones consultivas que le son atribuidas en el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE es consultado regularmente sobre las propuestas de la Comisión relativas a la legislación de nivel 2 (véase también la sección 2).

Después de que el Eurosistema contribuyera, a finales del 2005, al Libro Verde de la Comisión sobre el crédito hipotecario, el BCE prosiguió sus trabajos sobre la integración de los mercados hipotecarios europeos. El fomento de la integración y el desarrollo de los mercados hipotecarios es objeto de detallada atención por parte del BCE por varios motivos. Estos mercados tienen relevancia para la transmisión de la política monetaria en la zona del euro y pueden tener implicaciones importantes para la estabilidad financiera. Por otra parte, los valores hipotecarios pueden influir en la instrumentación de la política monetaria a través del sistema de activos de

garantía del Eurosistema. Tras la consulta sobre el Libro Verde, la Comisión publicó un Libro Blanco el 18 de diciembre de 2007. El BCE contribuye a los trabajos que se están realizando en este ámbito mediante su participación en diversos grupos de expertos de la Comisión y su colaboración con el Grupo de Letrados de los Mercados Financieros Europeos. El 7 de mayo de 2007, este último publicó un informe sobre las trabas legales que dificultan la titulización transfronteriza en la UE⁶.

El BCE proporcionó asesoramiento en temas relacionados con la integración de los sistemas de liquidación de valores y de los sistemas de pago. En particular, estuvo estrechamente involucrado en los trabajos relacionados con el «Código de Conducta en materia de compensación y liquidación de valores». El principal objetivo de este código es permitir que los usuarios elijan el proveedor de servicios que prefieran en cada fase de la transacción. A tal fin, el Código recoge compromisos en tres áreas: transparencia de los precios, condiciones de acceso e interoperatividad de las infraestructuras de contratación, y separación en la prestación de servicios en el ámbito de los precios y contable. Como el Código es un instrumento autorregulador, se ha establecido un estricto mecanismo de seguimiento para garantizar que todas las medidas se apliquen correctamente y en los plazos previstos. En principio, el mecanismo es gestionado por auditores externos y por un

6 El informe puede consultarse en www.efmlg.org.

grupo de seguimiento ad hoc formado por la Comisión Europea, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR, en sus siglas en inglés) y el BCE. Dado que, en última instancia, el Código de Conducta tiene por objeto establecer la libertad de elección, debe complementarse con la supresión total de las «barreras Giovannini» (llamadas así por el grupo que las identificó en el 2001) a la eficacia en las actividades de compensación y liquidación, resultantes de diferencias en los estándares técnicos y en las prácticas de negocio, de la inseguridad jurídica y de diferencias fiscales. La supresión del primer conjunto de barreras se aborda en el contexto de los trabajos del Grupo Consultivo y de Seguimiento sobre Compensación y Liquidación (CESAME, en sus siglas en inglés) formado por expertos en la materia. El Grupo de Expertos sobre Aspectos Fiscales de la Compensación y la Liquidación, (FISCO, en sus siglas en inglés), se está ocupando de las barreras de carácter fiscal, mientras que los trabajos del Grupo sobre Seguridad Jurídica se centran en las barreras jurídicas. El BCE siguió participando en el CESAME y en el Grupo sobre Seguridad Jurídica. Por último, el BCE siguió contribuyendo a diversos trabajos que se están realizando en este ámbito a escala internacional (por ejemplo, los de Unidroit), con el fin de asegurar que las iniciativas de la UE en el área de la compensación y liquidación de valores se complementen y sean acordes con los enfoques desarrollados por organismos internacionales.

El apartado 1 del artículo 65 de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros exige que la Comisión Europea presente un informe al Parlamento Europeo y al Consejo de la UE sobre la posible extensión de las disposiciones sobre transparencia de la Directiva a instrumentos financieros distintos de los valores de renta variable, en particular a los valores de renta fija. Los participantes en el mercado y los reguladores han debatido ampliamente las consecuencias de una mayor transparencia en la negociación de los instrumentos financieros distintos de los valores de renta variable, especialmente de los valores de renta fija privada. El BCE considera que actualmente no se dispone de evidencia firme

de que la limitada transparencia del mercado de renta fija tras la ejecución de las operaciones esté causando fallos de mercado. Al mismo tiempo, tampoco hay indicios de que dicha transparencia limitada sea señal de un funcionamiento eficiente del mercado. En la comparecencia pública ante la Comisión el 11 de septiembre de 2007 y en las reuniones del ESME celebradas en el 2007, el BCE sugirió que esta falta de experiencia en Europa debería abordarse a través de un experimento controlado guiado por el mercado en los mercados mayoristas y minoristas, con el fin de evaluar el efecto de la introducción paulatina de grados crecientes de transparencia tras la ejecución de las operaciones las operaciones en los mercados de determinados valores de renta fija.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

La puesta en marcha con éxito de TARGET2 el 19 de noviembre de 2007 dio nuevo impulso al proceso de integración financiera en Europa. TARGET2 introduce una infraestructura técnica única que permite prestar servicios armonizados y asegura la igualdad de condiciones para las entidades de crédito de Europa, aplicándose una estructura única de precios para las operaciones nacionales y las transfronterizas. TARGET2 también proporciona un conjunto armonizado de servicios de liquidación de valores en dinero de banco central para todos los sistemas vinculados. Las nuevas funcionalidades de TARGET2 permiten a las entidades con operaciones a escala internacional consolidar sus procesos internos, como las funciones de tesorería y de procesamiento, y potenciar la integración de su gestión de la liquidez en euros. Además, los usuarios de TARGET2 tienen acceso uniforme a información exhaustiva en línea y a medidas de control de la liquidez (véase sección 2.2 del capítulo 2).

Por otra parte, con el objetivo de aprovechar todos los beneficios de TARGET2, el Eurosistema continuó estudiando, en estrecha colaboración con los participantes en el mercado, la posibilidad de ofrecer un nuevo servicio,

denominado TARGET2-Securities (T2S), con el fin de proporcionar una infraestructura técnica común para la liquidación de operaciones de valores en euros en dinero de banco central por las Centrales Depositarias de Valores (CDV) y procesar la liquidación de valores y de efectivo en una plataforma técnica única (véase sección 2.3 del capítulo 2).

Por último, en el ámbito de la gestión de los activos de garantía, paralelamente se desarrollaría una plataforma compartida única (CCBM2) en estrecha colaboración con los participantes en el mercado (véase sección 2.4 del capítulo 2).

4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Una de las principales funciones encomendadas al Eurosistema es la vigilancia de los sistemas de pago. Con la vigilancia de estos sistemas, especialmente de los que son sistémicamente importantes⁷, el Eurosistema contribuye a garantizar la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras financieras y, por ende, la de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros de la economía. La estrecha relación existente entre los sistemas de pago y los sistemas de compensación y liquidación de valores hace que estos últimos sistemas sean también de especial interés para los bancos centrales, en general, y el Eurosistema, en particular. El objetivo general del Eurosistema es minimizar el riesgo sistémico.

Para poder promover la solidez y la eficiencia de los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores, los bancos centrales deben disponer de información exhaustiva sobre estos sistemas. A estos efectos, el BCE publica cada cierto número de años una descripción completa de los principales sistemas de pago y de liquidación de valores de los Estados miembros de la UE. La cuarta edición de este informe, conocido como el «Blue Book», se publicó el 14 de agosto de 2007.

El BCE publica también, con periodicidad anual, estadísticas sobre sistemas de pago y de negociación, compensación y liquidación de valores. Anteriormente, estas estadísticas se publicaban como un apéndice del «Blue Book». Con la publicación de los datos del 2006, el 16 de noviembre de 2007, la versión impresa del apéndice del «Blue Book» ha dejado de publicarse, ya que ahora las series completas de datos pueden descargarse de la sección «Statistical Data Warehouse» en el sitio web del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

4.1 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y DE LOS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todos los principales sistemas e infraestructuras de pago que procesan y/o liquidan operaciones en euros, incluidos aquellos en los

que actúa como gestor. El Eurosistema aplica los mismos criterios de vigilancia a sus propios sistemas y a los sistemas privados. Estos criterios son los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes, definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés) del G-10, y adoptados por el Consejo de Gobierno en el 2001. Estos principios se complementan con los criterios de vigilancia para la continuidad operativa de los sistemas de pago de importancia sistémica, que fueron adoptados por el Consejo de Gobierno en el 2006.

Basándose en los Principios Básicos y en los criterios de vigilancia para la continuidad operativa, en el 2007 el Eurosistema desarrolló una metodología común para la evaluación desde el punto de vista de la vigilancia de los sistemas de pago en euros sistémica y significativamente importantes. La metodología común tiene por objeto ofrecer a las autoridades responsables de la vigilancia de sistemas de pago, en el marco del Eurosistema, unas directrices claras y exhaustivas para la evaluación de los sistemas pertinentes y la elaboración de los correspondientes informes de vigilancia. Por otro lado, ayudará a los diseñadores y gestores de sistemas de pago a comprender mejor los objetivos de seguridad y eficiencia perseguidos por las autoridades responsables de la vigilancia, al tiempo que proporcionará a los gestores incentivos adicionales para seguir esforzándose por reducir o limitar los distintos riesgos a los que sus sistemas pueden tener que hacer frente, además de contribuir a garantizar el buen funcionamiento de esos sistemas. Tras realizar una consulta pública sobre la metodología común, las versiones finales de los «Términos de referencia para la evaluación desde el punto de vista de la vigilancia de los sistemas de pago en euros sistémica y significativamente importantes en relación con los Principios Básicos»⁸ y de la

7 Un sistema de pago se considera sistémicamente importante si un fallo en el mismo podría provocar o transmitir nuevos fallos entre los participantes y, en última instancia, en todo el sistema financiero.

8 Un sistema de pago se considera significativamente importante si desempeña un papel significativo en el procesamiento y la liquidación de los pequeños pagos y si su fallo podría tener efectos económicos adversos y socavar la confianza del público en los sistemas de pago y en la moneda en general.

«Guía para la evaluación en relación a los criterios de vigilancia para la continuidad operativa de los sistemas de pago de importancia sistémica» se publicaron el 12 de noviembre de 2007.

El Eurosistema debe conservar, en última instancia, el control del euro. Por consiguiente, tanto desde el punto de vista de la política general como desde la perspectiva del riesgo sistémico, el Eurosistema no puede, por principio, permitir que infraestructuras de pago de operaciones en euros ubicadas fuera de la zona del euro puedan desarrollarse en infraestructuras de pago en euros de gran importancia, especialmente si ello pudiera poner en riesgo el control del euro por parte del Eurosistema. El 19 de julio de 2007, el BCE publicó el documento titulado «Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», en el que se recogen unos principios que no constituyen una nueva orientación de la política en este ámbito sino que precisan la posición del Eurosistema formulada, en el año 1998, en la declaración sobre los sistemas de pago y de liquidación en euros radicados fuera de la zona del euro y, en el 2001, en la orientación de la política del Eurosistema en relación con la consolidación de las entidades de contrapartida central. Los principios se aplican a cualquier infraestructura de pago existente o potencial que esté ubicada fuera de la zona del euro y que liquide operaciones en euros.

TARGET

De conformidad con el marco y los objetivos de vigilancia comunes de TARGET, el BCE y los BCN evalúan, de forma periódica y cuando se producen cambios, los sistemas de liquidación bruta en tiempo real nacionales que participan en TARGET o están conectados a este sistema, y el mecanismo de pagos del BCE (EPM). La implantación de TARGET2 en noviembre del 2007 hizo que no se realizaran cambios significativos en TARGET, por lo que la vigilancia de TARGET se centró en las actividades periódicas, como la información y el seguimiento de las incidencias.

Antes de entrar en funcionamiento el 19 de noviembre de 2007, TARGET2 fue sometido

a una exhaustiva evaluación desde el punto de vista de la vigilancia, que concluyó en el tercer trimestre del 2007. Se realizaron varias observaciones en relación con los distintos Principios Básicos, las cuales se abordarán en un plan de acción que elaborarán los gestores de TARGET2 y que se acordará con las autoridades responsables de la vigilancia del sistema. Sin embargo, sólo será posible analizar más a fondo determinados aspectos de la cuestión cuando se haya adquirido cierta experiencia en el funcionamiento de TARGET2. En línea con las actuales políticas del Eurosistema, está previsto que la evaluación de TARGET2 desde el punto de vista de la vigilancia se publique en el transcurso del 2008.

EURO1

EURO1 es el mayor sistema de pagos privado para transferencias en euros que opera en la zona del euro. El sistema está gestionado por EBA CLEARING, la sociedad de compensación de la Asociación Bancaria del Euro. EURO1 es un sistema multilateral de liquidación neta y las posiciones de fin de día de sus participantes se liquidan, en última instancia, en dinero de banco central a través del sistema TARGET. Al no producirse cambios importantes en EURO1 en el 2007, el BCE centró su vigilancia en el seguimiento del funcionamiento regular del sistema, llegando a la conclusión de que, en el 2007, no hubo nada que afectara al cumplimiento de los Principios Básicos por parte de EURO1.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) fue creado en el 2002 para ofrecer servicios de liquidación de operaciones en divisas y, en la actualidad, liquida en quince de las principales divisas del mundo. Gestionado por CLS Bank International («CLS Bank»), este sistema elimina prácticamente el riesgo de liquidación de las operaciones en divisas, al realizar simultáneamente la liquidación de las dos partes de las operaciones, mediante la modalidad de pago contra pago, y sólo si se dispone de fondos suficientes.

La Reserva Federal es la autoridad reguladora del sistema CLS y también su supervisor

principal, dado que *CLS Bank* tiene su sede en Estados Unidos. La Reserva Federal colabora con los bancos centrales de todas las divisas que se liquidan a través del sistema CLS, incluido el BCE. En la vigilancia cooperativa del sistema CLS, el BCE actúa, en estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, como supervisor principal de la liquidación de las operaciones en euros. En el 2007, CLS realizó una autoevaluación en relación con los Principios Básicos.

En el 2007, CLS Bank obtuvo de la Reserva Federal la autorización de ampliar sus servicios a la liquidación de órdenes de pago que implican una sola moneda (y no según la modalidad de pago contra pago) asociadas a operaciones a plazo no entregables, y de actuar como proveedor centralizado de servicios de liquidación para todas las órdenes de pago asociadas a derivados de crédito OTC, según cálculo o case por el «Deriv/SERV Trade Information Warehouse» de DTCC. El Eurosistema aceptó que CLS Bank incluyera en este servicio la liquidación de operaciones a plazo no entregables y de derivados de crédito OTC en euros, en vista del constante cumplimiento, por parte del sistema CLS, de los Principios Básicos y de los principios del Eurosistema sobre la ubicación y el funcionamiento de infraestructuras de liquidación de pagos en euros.

Para el Eurosistema es fundamental que CLS cumpla estos últimos principios y que mantenga en todo momento un nivel adecuado de seguridad y eficiencia, dado que, en términos de importe de las operaciones, se trata del mayor sistema de liquidación de pagos en euros fuera de la zona del euro. En diciembre del 2007, el sistema CLS procesó una media diaria de 381.436 operaciones en divisas, por un importe medio diario equivalente a 2,9 billones de euros³. Con una cuota del 20% de todas las operaciones liquidadas a través del sistema CLS, el euro ha seguido siendo la divisa más liquidada después del dólar estadounidense (45%). El importe medio de las operaciones en euros liquidadas diariamente por el sistema CLS fue de 564 mm de euros.

En el 2007, el BPI publicó un documento de consulta titulado «Progress in reducing foreign exchange settlement risk». El Eurosistema participó en la elaboración de este informe, que presenta los resultados de una encuesta sobre el tamaño, la duración, la concentración y el control de los riesgos de liquidación de divisas, que los bancos centrales cuyas divisas se liquidan a través del sistema CLS realizaron en el 2006 entre los principales participantes en los mercados de divisas. El informe señala la necesidad de que las distintas entidades, los grupos sectoriales y los bancos centrales adopten medidas adicionales para hacer frente a los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera derivados de los riesgos de liquidación de divisas. La versión final del informe se publicará en el 2008.

CONTINUIDAD OPERATIVA

En la conferencia del BCE sobre la continuidad operativa para las infraestructuras de mercado celebrada en septiembre del 2006, los participantes en el mercado solicitaron que el Eurosistema/SEBC organizara ejercicios de continuidad operativa a escala transfronteriza y entre sistemas. En respuesta, el Eurosistema/SEBC desarrolló un marco y una metodología para la organización de ejercicios de continuidad operativa y realizó las primeras pruebas de comunicación de crisis interna en el 2007. Está previsto llevar a cabo ejercicios de continuidad operativa más complejos en el 2008. Además, el SEBC ha trabajado en la elaboración de una propuesta relativa a cómo los bancos centrales de la UE pueden compartir información pública sobre la continuidad operativa con los participantes en el mercado y cómo pueden intercambiar información confidencial entre ellos. En este contexto, el SEBC realizó una serie de ejercicios de recogida de información sobre varios temas, como los estándares y las iniciativas nacionales e internacionales, y los ejercicios de continuidad operativa llevados a cabo a escala nacional. La información no confidencial se publicará en una sección especial sobre continuidad operativa en el

9 La liquidación de cada operación de divisas supone dos transacciones, una en cada una de las monedas que participan en la operación. Así pues, en diciembre del 2007, el sistema CLS liquidó 190.718 operaciones por un importe medio diario equivalente a 1,5 billones de euros.

sitio web de cada uno de los bancos centrales. El BCE tiene previsto incluir esta sección en su sitio web en el 2008.

SWIFT

La vigilancia de SWIFT se centra en los objetivos de seguridad, fiabilidad operativa, continuidad de las operaciones y capacidad de resistencia de la infraestructura de la sociedad. Para asegurarse de que SWIFT cumple estos objetivos, las autoridades responsables de la vigilancia evalúan regularmente si la sociedad cuenta con acuerdos de gobierno, estructuras, procesos, procedimientos de gestión de riesgos y controles adecuados para gestionar de manera efectiva los riesgos potenciales que pueda plantear para la estabilidad financiera y la solidez de las infraestructuras financieras. En el contexto de su participación en la vigilancia cooperativa de SWIFT, en el 2006 el BCE empezó a colaborar con los bancos centrales del G-10 para establecer un conjunto de criterios de vigilancia de alto nivel que se utilizarían para la evaluación de la sociedad, teniendo en cuenta su presente estructura, así como los procesos, controles y procedimientos que aplica en la actualidad. Los cinco criterios de vigilancia quedaron definidos en junio del 2007 y se integraron en la metodología de vigilancia dirigida al control de riesgos adoptada por el grupo responsable de su vigilancia. Estos criterios son los siguientes:

- 1 Identificación y gestión de riesgos: SWIFT deberá identificar y gestionar los riesgos operativos y financieros que afecten a sus servicios críticos, y habrá de garantizar la eficiencia de sus procesos de gestión de riesgos.
- 2 Seguridad de la información: SWIFT deberá implantar políticas y procedimientos adecuados, y habrá de dedicar recursos suficientes, para asegurar la confidencialidad e integridad de la información y la disponibilidad de sus servicios críticos.
- 3 Fiabilidad y resistencia: SWIFT deberá implantar políticas y procedimientos que

estén en consonancia con el papel que desempeña en el sistema financiero mundial y dedicar recursos suficientes para garantizar la disponibilidad, fiabilidad y resistencia de sus servicios críticos, y asegurar que la gestión de la continuidad operativa y los planes de recuperación en caso de catástrofe permitan la rápida reanudación de los servicios críticos que hayan quedado interrumpidos.

- 4 Planificación de la tecnología: SWIFT deberá aplicar métodos eficaces para planificar el ciclo de vida completo de las tecnologías empleadas y la selección de los estándares tecnológicos.
- 5 Comunicación con los usuarios: SWIFT deberá actuar con transparencia ante sus usuarios, y habrá de proporcionarles la información suficiente para permitirles entender correctamente su papel y sus responsabilidades en la gestión de los riesgos relacionados con el uso de SWIFT.

SWIFT está finalizando una autoevaluación sobre la base de estos criterios de alto nivel e informará a los bancos centrales sobre su capacidad para cumplirlos. Los cinco criterios proporcionan a las autoridades responsables de la vigilancia un marco en el que puedan organizar sus actividades y planificar la vigilancia desde el punto de vista de los riesgos. Los criterios de vigilancia de alto nivel y la justificación del marco fueron expuestas de forma detallada en junio del 2007 en el «*Financial Stability Review*» del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

4.2 SERVICIOS DE PEQUEÑOS PAGOS

El Eurosistema extiende también su vigilancia a los sistemas e instrumentos de pequeños pagos. Como en años anteriores, en el 2007, el BCE realizó un seguimiento del funcionamiento de la primera cámara de compensación automatizada paneuropea para pagos en masa en euros, STEP2, gestionada y operada por EBA CLEARING.

En el contexto del seguimiento de la evolución del sector de pequeños pagos, el BCE llevó a cabo, con el Bank of Kansas City de la Reserva Federal, un estudio comparativo sobre el papel de las entidades no bancarias en los pequeños pagos en Estados Unidos y en algunos países europeos.

4.3 ESQUEMAS DE PAGO CON TARJETA

En línea con su función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago en la zona del euro, el Eurosistema ha desarrollado un marco de vigilancia para los esquemas de pago con tarjeta que procesan pagos en euros. El marco de vigilancia tiene por objeto contribuir al mantenimiento de la confianza del público en los pagos con tarjeta y promover la igualdad de condiciones para todos los esquemas de pago con tarjeta que operan en la zona del euro.

Tras realizarse una consulta pública basada en el informe titulado «Draft oversight framework for card payment schemes – requirements», se elaboró una versión revisada del informe, en la que se tuvieron en cuenta los comentarios recibidos. El informe define el alcance de las actividades de vigilancia de los esquemas de pago con tarjeta por parte del Eurosistema y propone unos estándares que, de cumplirse, contribuirían a la solidez de estos esquemas. Estos estándares se basan en un análisis de riesgos llevado a cabo por el Eurosistema. El marco se aplicará a todos los esquemas que proporcionan servicios de pago mediante tarjetas de débito o de crédito.

En enero del 2008, el Consejo de Gobierno aprobó la versión final de los estándares de vigilancia del Eurosistema para los esquemas de pago con tarjeta, que se aplicarán en el transcurso del 2008.

4.4 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene especial interés en el buen funcionamiento de los sistemas de

compensación y liquidación de valores, debido a que la ejecución de la política monetaria, el buen funcionamiento de los sistemas de pago y el mantenimiento de la estabilidad financiera podrían verse comprometidos por fallos en la compensación, liquidación y custodia de los activos de garantía.

En su calidad de usuario de los sistemas de liquidación de valores (SLV), el Eurosistema evalúa los SLV de la zona del euro, así como los enlaces entre esos SLV, para determinar su nivel de cumplimiento de los «Estándares para el uso de los sistemas de liquidación de valores de la UE en las operaciones de crédito del SEBC» (conocidos como los «Estándares del Eurosistema como usuario»)⁴.

Los enlaces quedan admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen los nueve estándares establecidos por el Eurosistema en su calidad de usuario. El Eurosistema evalúa los nuevos enlaces o actualiza los enlaces admitidos en relación con estos estándares. En el 2007, tres enlaces admitidos existentes fueron actualizados y evaluados positivamente. Además, se evaluó el uso de cinco enlaces indirectos, es decir, en los que participan más de dos SLV. Durante la evaluación no se identificaron riesgos específicos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno consideró que los cinco enlaces indirectos evaluados podían aceptarse para participar en el proceso de entrega de valores en garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema.

Con vistas a la incorporación de Chipre y Malta a la zona del euro el 1 de enero de 2008, el Consejo de Gobierno evaluó los SLV de estos dos países. La evaluación confirmó que ambos sistemas cumplen, en general, los estándares del Eurosistema como usuario, por lo que quedan incluidos en la lista de SLV admitidos para las operaciones de política monetaria y de crédito intradía del Eurosistema.

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

En marzo del 2007, el CPSS publicó un informe titulado «*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*», en cuya elaboración participó el BCE. En el informe, para el que se realizaron una serie de entrevistas con entidades de crédito, se analizan las seis cuestiones siguientes: los riesgos generados por el retraso en la documentación y confirmación de las operaciones, las implicaciones de la utilización de activos de garantía para mitigar el riesgo de crédito, el uso de entidades de contrapartida central para reducir el riesgo de contraparte, los riesgos derivados de la intermediación, los riesgos procedentes de la novación no válida de los contratos, y la posibilidad de perturbaciones en el mercado debido a una ejecución anticipada del contrato originada por el incumplimiento de una o más entidades de contrapartida importantes.

DESARROLLO DE LOS ESTÁNDARES PARA LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

En el 2001, el Consejo de Gobierno aprobó un marco para la colaboración en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores entre el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV). En el 2004, un grupo de trabajo compuesto por representantes del SEBC y del CREV elaboró un borrador de informe titulado «*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*», con el fin de adaptar las recomendaciones CPSS-IOSCO para los SLV al entorno de la UE. En el transcurso del año siguiente, el grupo de trabajo prosiguió su labor, con objeto de desarrollar una «metodología de evaluación», que ofrecería orientación sobre la aplicación de los estándares. Durante ese período, el grupo trabajó al mismo tiempo sobre la adaptación de las recomendaciones CPSS-IOSCO para las entidades de contrapartida central. Desde finales del 2005 quedaban varias cuestiones abiertas. Sin embargo, en el 2007 la Comisión Europea dio un nuevo impulso al tema en las reuniones del Consejo ECOFIN, del Comité Económico y Financiero y del Comité de Servicios Financieros. El Consejo ECOFIN reconoció que la protección de los inversores y

la seguridad prudencial del sector de post-contratación, incluida la gestión de riesgos, son cuestiones importantes, que han de debatirse, y que deberían contemplarse acciones concretas (por ejemplo, el establecimiento de estándares o de medidas reguladoras), como complemento del Código de Conducta sobre riesgos y estabilidad financiera. Asimismo, el Consejo ECOFIN solicitó al Comité de Servicios Financieros que activara sus trabajos sobre el alcance, la base jurídica y el contenido de los estándares, teniendo debidamente en cuenta la importancia de garantizar la igualdad de condiciones, y que, en colaboración con la Comisión, formulara propuestas, que habrían de presentarse al Consejo a comienzos de la primavera del 2008⁵. El BCE ha participado en estos trabajos.

¹¹ Conclusiones del Consejo ECOFIN sobre compensación y liquidación, reunión n.º 2822 del Consejo Económico y Financiero, Luxemburgo, 9 de octubre de 2007.



CAPÍTULO 5

ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES

I ASUNTOS EUROPEOS

En el 2007, el BCE siguió manteniendo contactos regulares con las instituciones y los foros europeos, en particular, con el Parlamento Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo y la Comisión Europea (véase capítulo 6). El presidente del BCE participó en las reuniones del Consejo ECOFIN en las que se debatían temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC, así como en las reuniones del Eurogrupo. El presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo consideraron oportuno.

I.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En el 2007, el favorable entorno macroeconómico respaldó la mejora de los saldos presupuestarios en la mayoría de los países y, por ende, la derogación de los procedimientos de déficit excesivo en varios casos. El número de Estados miembros que se encontraban en esta situación se redujo de once a finales del 2006 a seis a finales del 2007. En enero del 2007, el Consejo ECOFIN dio por concluido el procedimiento de déficit excesivo iniciado contra Francia y adoptó la misma medida para Alemania, Grecia y Malta en junio del 2007. En el caso de Malta, la suspensión del procedimiento eliminó uno de los principales obstáculos para la adopción del euro en el 2008. Por último, en octubre del 2007, el Consejo ECOFIN derogó el procedimiento de déficit excesivo abierto contra el Reino Unido. Una vez corregidos los déficit excesivos, ahora es esencial que los Estados miembros perseveren en sus esfuerzos de saneamiento de las finanzas públicas en consonancia con lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para alcanzar su objetivo de medio plazo. Con ello se evitará igualmente sobrepasar de nuevo el valor de referencia del 3% del PIB como resultado de las variaciones cíclicas normales de la actividad económica. Dos países de la zona del euro (Italia y Portugal) y cuatro países no pertenecientes a la zona (la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia) todavía estaban sujetos a procedimientos de déficit excesivo a finales del 2007.

La evolución de las finanzas públicas en la República Checa fue motivo de preocupación. En julio del 2007, el Consejo ECOFIN decidió, previa recomendación de la Comisión Europea, que las medidas adoptadas por este país estaban resultando inadecuadas para reducir el déficit por debajo del umbral del 3% para el 2008. Concretamente, el programa de convergencia actualizado de la República Checa correspondiente a marzo indicaba que se sobrepasaría el umbral del 3% establecido en materia de déficit no sólo en el 2008 sino también en el 2009. En octubre del 2007, el Consejo recomendó una vez más, conforme a lo dispuesto en el apartado 7 del artículo 104 del Tratado, que la República Checa reduzca el déficit por debajo del 3% del PIB, a más tardar en el 2008, con una mejora estructural del saldo presupuestario del 0,75% entre los años 2007 y 2008. Según la previsión de la Comisión Europea de otoño del 2007, el déficit se reducirá, de hecho, por debajo del 3% del PIB en el 2008.

No se adoptaron nuevas medidas en relación con los procedimientos de déficit excesivo iniciados contra Italia (que, según la recomendación del Consejo ECOFIN, debería haber corregido su déficit excesivo a más tardar en el 2007), Hungría (2009), Polonia (2007), Portugal (2008) y Eslovaquia (2007) ya que, en general, los nuevos datos y proyecciones apuntaban a un avance en la corrección de dichos déficit, de conformidad con las últimas recomendaciones del Consejo.

El octubre del 2007, el Consejo ECOFIN debatió la eficacia del aspecto preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento basándose en las propuestas de la Comisión Europea incluidas en su comunicación que acompaña al informe titulado «Las finanzas públicas en la UEM 2007». Los ministros llegaron a la conclusión de que todos los países que aún no habían alcanzado su objetivo de medio plazo deberían acelerar la reducción del déficit y de la deuda y asignar más ingresos de lo previsto a la consecución de este objetivo. También reiteraron la importancia de los marcos

fiscales multianuales nacionales basados en las normas y la adecuada participación de los Parlamentos nacionales. Además, se pidió a los Estados miembros que especifiquen en sus programas de estabilidad y convergencia cómo se proponen alcanzar sus objetivos de medio plazo, incluyendo información sobre hasta qué punto se requieren nuevas medidas para lograrlo. Se solicitó a la Comisión que prosiga sus labores sobre la medición de las situaciones presupuestarias estructurales. Con respecto a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, el Consejo ECOFIN invitó a la Comisión a presentar propuestas para debate en el 2008 sobre cómo incluir la carga fiscal inducida por el envejecimiento de la población en la definición de los objetivos de medio plazo.

LA ESTRATEGIA DE LISBOA

La estrategia de Lisboa —el programa de reforma económica, social y medioambiental de amplio alcance de la UE— siguió siendo el principal tema de debate de la política económica de la UE. El Consejo de la UE no modificó las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo que se adoptaron en el 2005 por un período de tres años; al mismo tiempo, pidió que se prestara más atención a la puesta en práctica de la estrategia, a fin de alcanzar el objetivo general de fomentar el crecimiento y crear empleo¹. Además, en la primavera del 2007, el Consejo de la UE complementó estas directrices con recomendaciones específicas para cada Estado miembro y con una directriz de carácter horizontal para todos los países de la zona del euro. Los Estados miembros presentaron en el otoño del 2007 sus segundos informes estratégicos sobre los respectivos programas nacionales de reforma para el período 2005-2008, en los que se describen los avances logrados hasta la fecha por cada Estado miembro en la puesta en práctica de sus estrategias de reforma estructural. Estas estrategias incluyen velar por la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas, la mejora del marco regulador de las empresas, la inversión en investigación y desarrollo e innovación y la adopción de medidas para estimular las tasas de actividad y aumentar la flexibilidad de los mercados de

trabajo (véase también capítulo 1). Los informes estratégicos sobre los programas nacionales de reforma fueron evaluados por el Consejo ECOFIN y por la Comisión Europea, que publicaron un «Informe estratégico» en diciembre del 2007. Estos informes prepararon el terreno para la adopción de un nuevo conjunto de directrices integradas en el 2008 para el nuevo ciclo trienal de políticas 2008-2010. Al mismo tiempo, el Programa Comunitario de Lisboa, que se actualizó a finales del 2007, establecía una serie de prioridades clave para dicho período, en forma de medidas a nivel comunitario, en consonancia con las cuatro áreas prioritarias de reforma identificadas por el Consejo Europeo de la Primavera del 2006 (conocimiento e innovación, potencial de negocio, mercados de trabajo y energía).

El BCE ha subrayado repetidas veces la importancia de adoptar reformas estructurales y manifiesta su satisfacción por la determinación de la Comisión y los Estados miembros de poner en práctica la estrategia de Lisboa renovada tanto a nivel de la UE como de países. Una cuestión que reviste particular importancia es que los países de la zona del euro adopten medidas de reforma exhaustivas, ya que comparten la responsabilidad de velar por el funcionamiento adecuado de la UEM.

1.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

EL TRATADO DE LISBOA

El 13 de diciembre de 2007, los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE firmaron el Tratado de Lisboa, por el que se enmiendan el Tratado sobre la Unión Europea y el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se halla actualmente en proceso de ratificación por los 27 Estados miembros y se pretende que entre en vigor el 1 de enero de 2009, siempre y cuando dicho

1 Conforme a la revisión intermedia de la estrategia de Lisboa del año 2005, las Directrices integradas se determinan para un período de tres años y, posteriormente, se actualizan una vez al año durante ese período (véase Informe Anual del BCE 2005, pp. 152-154).



proceso se haya completado en esa fecha. De no ser así, el Tratado de Lisboa entrará en vigor el primer día del mes siguiente a la ratificación del mismo por el último Estado miembro en hacerlo.

El nuevo Tratado enmienda el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado sobre la Unión Europea. Estos dos Tratados seguirán siendo la base para el funcionamiento de la UE. De conformidad con el nuevo Tratado, a la Comunidad la sucede y reemplaza la Unión, que tendrá personalidad jurídica. El BCE considera positiva esta simplificación del marco jurídico e institucional de la UE.

El BCE consideró esencial que la estabilidad de precios siga siendo no sólo el objetivo principal de la propia institución y del SEBC, sino también un objetivo explícito de la UE. El nuevo Tratado así lo recoge y hace de la Unión Económica y Monetaria, con el euro como moneda, un objetivo de la UE.

El BCE, que actualmente es un organismo comunitario, se convierte en una institución de la Unión. El BCE estimó indispensable para poder desempeñar con éxito sus funciones que se preserven las características específicas del propio BCE y del SEBC. El nuevo Tratado lo consigue confirmando las funciones y la composición del SEBC y la independencia del BCE y de los BCN, así como la personalidad jurídica, la potestad normativa y la independencia financiera del BCE. Conforme al nuevo Tratado, la designación de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE se realiza por una mayoría cualificada del Consejo Europeo, en vez de por común acuerdo de los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, según el requisito actual.

Además, a petición del BCE, se introduce en los Tratados el término «Eurosistema».

El nuevo Tratado introduce también varias innovaciones en materia de gobernanza económica, entre otras el reconocimiento del Eurogrupo, que mantiene su actual carácter oficioso y cuyo presidente desempeñará sus funciones por un período de dos años y medio. Asimismo, se refuerza el papel de los países de la zona del euro. Aunque el Consejo de la UE todavía decidirá, basándose en una propuesta de la Comisión, si un país puede o no adoptar el euro, los países de la zona formularán una recomendación antes de que se adopte esa decisión. De la misma manera, las decisiones sobre incumplimiento por parte de los países de la zona del euro en relación con el procedimiento de déficit excesivo y las Orientaciones generales de política económica sólo las adoptarán los países de la zona, sin el Estado miembro en cuestión. Por último, una nueva disposición permite que los países de la zona del euro, mediante una mayoría cualificada, adopten nuevas medidas para reforzar la coordinación y la supervisión de su disciplina presupuestaria y establecer directrices específicas de política económica para los países de la zona.

El BCE considera que el nuevo Tratado confirma, en general, el marco actual de la UEM y, por lo tanto se sentiría muy satisfecho si el proceso de ratificación se llevara a término con éxito.

INFORMES DE CONVERGENCIA

A solicitud de Chipre y de Malta, el BCE y la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 122 del Tratado, prepararon sendos informes de convergencia sobre los avances realizados por estos dos países en el cumplimiento de las condiciones para incorporarse a la zona del euro. Basándose en estos informes de convergencia, que se publicaron el 16 de mayo de 2007, y en una propuesta de la Comisión, el Consejo ECOFIN adoptó una decisión el 10 de julio de 2007, por la que se permitió a Chipre y a Malta que introdujeran el euro como moneda

de curso legal a partir del 1 de enero de 2008 (véase capítulo 3).

I.3 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

El BCE continuó su cooperación con los bancos centrales de los países candidatos a fin de crear las condiciones para facilitarles el proceso de integración monetaria en la UE, una vez cumplidos los requisitos institucionales y económicos. Esta cooperación se desarrolló paralelamente al diálogo institucional general entre la UE y estos países.

Las negociaciones de adhesión con Croacia se iniciaron en octubre del 2005. La negociación de los capítulos individuales del «acervo comunitario» comenzó en junio del 2006 y prosiguió de forma fluida en el 2007, habiéndose negociado ya un número sustancial de los 35 capítulos antes de finales del año. El BCE continuó intensificando sus relaciones bilaterales con el Banco Nacional de Croacia, realizando una visita de trabajo a Zagreb en abril del 2007 e invitando al gobernador de esta institución a participar en el diálogo de alto nivel, previo a la adhesión, que se celebró en Fráncfort en octubre del 2007.

Tras iniciarse las negociaciones de adhesión con Turquía en el 2005, la Comisión Europea comenzó a negociar los capítulos individuales del «acervo comunitario» en junio del 2006. En diciembre del 2006, el Consejo Europeo decidió suspender las negociaciones sobre ocho de los 35 capítulos del proceso de adhesión a la UE, debido a la falta de avances en la ampliación de la unión aduanera a los Estados miembros de la UE. Cinco capítulos —los relativos a política empresarial e industrial, estadísticas, control financiero, redes transeuropeas y salud y protección del consumidor— comenzaron a negociarse a lo largo del 2007. Las instituciones de la UE continúan analizando la compatibilidad de la legislación turca con el «acervo comunitario» y se están realizando los preparativos para la posible negociación de los otros capítulos. El BCE prosiguió el

diálogo de alto nivel que mantiene desde hace tiempo con el Banco Central de la República de Turquía, en cuyo contexto se enmarca una visita del presidente del BCE a Ankara el 1 de junio de 2007, con ocasión de 75º aniversario de la creación del banco central de ese país. Las conversaciones se centraron en la evolución macroeconómica y financiera reciente en Turquía, la política monetaria del Banco Central de la República de Turquía y la situación económica y monetaria en la zona del euro. A lo largo del 2007, también se prestó asistencia técnica cuando el banco central turco lo solicitó, por ejemplo, en materia de financiación interna y sistemas de pago.

En diciembre del 2005 se concedió a la antigua República Yugoslava de Macedonia la condición de país candidato. No obstante, el Consejo Europeo decidió que no se iniciarían las negociaciones hasta que se cumplieran varios requisitos, entre ellos, la correcta aplicación del Acuerdo de Estabilización y Asociación suscrito con la UE y, hasta ahora, no se ha especificado una fecha concreta. La Comisión realiza un estrecho seguimiento de los progresos alcanzados y, si bien ha reconocido que ya se han dado pasos en la dirección correcta, ha enumerado varios aspectos en los que es necesario redoblar los esfuerzos en materia de reformas. A nivel de personal, se han intensificado los contactos entre el BCE y el Banco Nacional de la República de Macedonia.

2 ASUNTOS INTERNACIONALES

2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN EL CONTEXTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Como consecuencia del rápido ritmo de integración económica y financiera, el entorno económico mundial está adquiriendo cada vez más relevancia para la ejecución de la política económica en la zona del euro. Así pues, el Eurosistema vigila estrechamente y analiza las políticas macroeconómicas y la evolución subyacente en los países no pertenecientes a la zona. También desempeña un papel importante en el proceso de supervisión multilateral internacional de las políticas macroeconómicas, que se realiza, principalmente, en las reuniones de organismos internacionales, como el BPI, el FMI y la OCDE, así como en otros foros como las reuniones de ministros de Economía y Hacienda y de gobernadores de bancos centrales del G-7 y del G-20. En las instituciones y foros relevantes se ha otorgado al BCE la condición de miembro (por ejemplo en el G-20) o de observador (por ejemplo, en el FMI). El BCE evalúa la evolución internacional a fin de contribuir a la estabilidad del entorno macroeconómico y a la aplicación de políticas macroeconómicas y financieras sólidas.

En el 2007, el entorno económico internacional siguió estando dominado por la persistencia de abultados desequilibrios mundiales en las balanzas por cuenta corriente, si bien se produjeron algunos ajustes en Estados Unidos y en los países exportadores de petróleo². En Estados Unidos, el déficit por cuenta corriente se redujo ligeramente hasta el 5,7% del PIB, desde el 6,2% registrado en el 2006, principalmente como consecuencia de un comportamiento más equilibrado del crecimiento de la demanda mundial y de la favorable evolución de los tipos de cambio. Al mismo tiempo, los ajustes realizados en Estados Unidos no se reflejaron directamente en las posiciones por cuenta corriente de las economías de Asia, que siguieron registrando superávit sustanciales que, en promedio, ascendieron a casi un 6,1%

del PIB, en comparación con el 5,3% observado en el 2006. En particular, los superávit por cuenta corriente aumentaron hasta el 11,7% en China y hasta el 4,5% en Japón. Sin embargo, las economías exportadoras de petróleo —que también representan una importante contrapartida del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos— redujeron sus superávit por cuenta corriente hasta el 11,9% del PIB, desde el 16,1% registrado en el 2006. Algunas economías asiáticas y exportadoras de petróleo siguieron acumulando cantidades considerables de reservas exteriores. Esta acumulación continuó siendo especialmente significativa en el caso de China, país en el que las reservas de divisas han alcanzado niveles que superan con creces el billón de dólares estadounidenses. El incremento de las reservas de divisas en las economías con superávit ha contribuido a que aumente la importancia de los fondos de riqueza soberanos en los mercados financieros mundiales.

En diversas ocasiones, el Eurosistema ha seguido haciendo hincapié en los riesgos y las distorsiones que conlleva la persistencia de esos desequilibrios. También ha reiterado su pleno respaldo a la adopción de un enfoque de cooperación sobre este tema, en virtud del cual, todas las economías afectadas adopten las medidas de política necesarias para lograr un ajuste ordenado de los desequilibrios mundiales. Un ajuste progresivo y ordenado facilitaría y reforzaría las perspectivas de crecimiento y estabilidad a escala mundial. El programa de medidas internacionales incluye políticas encaminadas a incrementar el ahorro público y privado en los países que registran déficit por cuenta corriente, insta a seguir adoptando reformas estructurales en las economías industrializadas con potencial de crecimiento relativamente bajo y subraya la necesidad de incrementar la demanda interna y mejorar la asignación del capital en los mercados emergentes. Dado que los tipos de

² Las estimaciones para el año 2007 que aparecen en esta sección se basan en las proyecciones de la edición de septiembre del 2007 de la publicación del FMI «Perspectivas de la Economía Mundial».

cambio deberían ser un reflejo de las variables económicas fundamentales, sigue siendo prioritario flexibilizar los tipos de cambio en los principales países y regiones en los que no existe esa flexibilidad. En China es deseable la adopción de un régimen cambiario más flexible y, dados el incremento del superávit por cuenta corriente y los niveles de inflación interna, sigue siendo necesario permitir una apreciación acelerada del tipo de cambio efectivo. En general, a lo largo del 2007, se produjeron varios hechos y se adoptaron algunas medidas de política en la dirección correcta, pero todavía hay que realizar otros ajustes estructurales para reducir significativamente los desequilibrios mundiales.

La situación de los mercados de crédito mundiales experimentó un deterioro en el segundo semestre del 2007, ya que la revisión de la valoración del riesgo de crédito como consecuencia de las tensiones en el segmento *subprime* del mercado hipotecario de Estados Unidos dio lugar a un pico en los rendimientos y a perturbaciones en la situación de liquidez de algunos segmentos del mercado interbancario. Si bien las economías emergentes también se vieron afectadas por estos acontecimientos, hasta ahora el impacto ha sido mucho menos severo que en anteriores episodios de turbulencias financieras mundiales. Esta capacidad de resistencia refleja, en parte, la mejora de los marcos de política vigentes en estos países, aunque también podría explicarse por el hecho de que esta última turbulencia financiera tuvo su origen en mercados de instrumentos crediticios innovadores que son más infrecuentes en las economías emergentes que en las economías industrializadas con sistemas financieros desarrollados.

Finalmente, la propia zona del euro está sujeta a la supervisión internacional de sus políticas. En el 2007, tanto el FMI como el Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la OCDE llevaron a cabo sus exámenes periódicos de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona como complemento a los

que realizan para cada uno de los países que la integran. Las consultas del Artículo IV con el FMI y el examen realizado por el Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la OCDE brindaron la oportunidad de entablar un fructífero debate entre estos organismos internacionales y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluido este debate, tanto el FMI como la OCDE elaboraron sendos informes en los que se evaluaban las políticas de la zona del euro³. La zona del euro también participó en la primera consulta multilateral del FMI, que se centró en los desequilibrios mundiales (para más detalles, véase la siguiente sección).

ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

A lo largo del año se siguieron adoptando medidas para reformar el FMI en consonancia con su estrategia a medio plazo. Los progresos en las distintas iniciativas avanzaron a diferente velocidad, destacando como el logro más notable la introducción de una nueva decisión sobre la supervisión bilateral⁴. Entre otros aspectos clave de las reformas cabe señalar la estructura de gobierno del FMI, el marco de ingresos y gastos y el papel de la institución en las economías con mercados emergentes. El acuerdo sobre estas cuestiones trata de alcanzarse mediante las conversaciones que se desarrollan en el propio FMI, así como en otros foros como el G-7 y el G-20, y el SEBC contribuye a estos esfuerzos supervisando y participando en los oportunos debates cuando procede.

Uno de los logros más recientes por parte del FMI ha sido la mejora de la supervisión. A mediados del 2007 se introdujo una nueva decisión sobre la supervisión bilateral de las políticas de los países miembros, para sustituir a la que había estado en vigor durante 30 años

3 «Euro area policies: 2007 Article IV consultation – staff report», FMI, julio del 2007 y «Economic survey of the euro area», OCDE, enero del 2007.

4 Decisión del Directorio Ejecutivo sobre supervisión bilateral de las políticas de los países miembros, adoptada el 15 de junio de 2007, que sustituye a la decisión sobre supervisión de las políticas cambiarias de 1977.

y mejorar aspectos tales como la claridad, la franqueza, la equidad en el trato y la rendición de cuentas. La nueva decisión tiene por objeto prestar mayor atención a los efectos de contagio entre países recurriendo a la estabilidad externa como principio de organización de la supervisión. La estabilidad externa se define por referencia al tipo de cambio, cuyo análisis se convierte, por consiguiente, en un componente clave del proceso de supervisión. Debido a la existencia de una moneda única para toda la zona del euro, la estabilidad externa de la zona se evaluará a nivel agregado, mientras que la supervisión bilateral de cada país, que se centra en las políticas nacionales de cada uno de los Estados miembros, sigue siendo también importante en este contexto. Actualmente, se están adoptando medidas para lograr la eficaz puesta en práctica de la nueva decisión, teniendo en cuenta los desafíos de orden técnico y conceptual que ello plantea.

Además, el primer proceso de consultas multilaterales avanzó hasta la etapa de seguimiento. Este tipo de consultas constituyen un nuevo enfoque de la supervisión, que tiene por objeto reunir a los participantes clave en un entorno confidencial que permita un diálogo franco a fin de facilitar la adopción de medidas de política apropiadas para hacer frente a problemas de importancia sistémica o regional. En la primera de estas consultas multilaterales se trató de buscar solución a los desequilibrios mundiales en las balanzas por cuenta corriente con la participación de China, la zona del euro, Japón, Arabia Saudí y Estados Unidos. El foro sirvió como una plataforma útil para intercambiar ideas y opiniones sobre las causas de los desequilibrios y las posibles soluciones. Ahora se está haciendo más hincapié en la aplicación de las políticas que en el diálogo, y el personal del FMI está realizando un seguimiento de los avances y presenta los resultados de sus investigaciones en informes bilaterales y multilaterales.

También se han logrado avances en otros elementos de la estrategia a medio plazo. Sobre el tema de la reforma de las cuotas y la voz y voto en el FMI, los debates se centraron en una nueva fórmula para el cálculo de las cuotas, una

segunda ronda de incrementos ad hoc de las mismas para una gama más amplia de países y en un aumento del número de votos básicos. Los dos objetivos clave de las reformas son lograr progresos significativos en el reajuste de las cuotas en función del peso y del papel relativos de cada país miembro en la economía mundial y potenciar la voz y la participación de los países de bajos ingresos en el FMI. Se prevé que para las Reuniones de primavera del año 2008 se haya alcanzado un acuerdo sobre los principales elementos de este programa de reformas. Asimismo, se están desplegando esfuerzos para sanear la situación financiera de la institución. Por lo que respecta a los ingresos, las recomendaciones formuladas en el informe del Comité de Sabios (un órgano designado para estudiar la financiación sostenible a largo plazo del FMI) constituyen la base para realizar propuestas concretas. En cuanto a los gastos, se están considerando algunas directrices basadas en la función principal del FMI y en una cuidadosa asignación de prioridades para crear un nuevo marco, que contempla notables reducciones presupuestarias. Por último, prosiguen asimismo los trabajos encaminados a lograr un mayor compromiso de la institución con los mercados emergentes. El FMI ha mejorado su asistencia en materia de identificación de factores de vulnerabilidad y de gestión de la deuda y se ha seguido reflexionando sobre la posibilidad de crear un nuevo instrumento de liquidez como medida de prevención de crisis.

Más allá de las reformas del FMI, el programa de actividades de la comunidad financiera internacional sigue incluyendo la promoción de mecanismos para la prevención y resolución ordenada de crisis. En este contexto, se ha avanzado en la puesta en marcha de los principios para la estabilidad de los flujos de capitales y la reestructuración equitativa de la deuda en los mercados emergentes, principios respaldados por el G-20 en el 2004. La finalidad de estos objetivos, que son voluntarios y están basados en el mercado, es ofrecer unas directrices para el comportamiento de los emisores soberanos y sus acreedores privados respecto a la forma de

compartir la información, participar en el diálogo y cooperar de forma estrecha. Un número cada vez mayor de instituciones financieras y países emisores han expresado su apoyo a estos principios y han manifestado un interés particular en que se avance en su aplicación. Para orientar su aplicación y su evolución, se creó en el año 2006 un Grupo de Fideicomisarios integrado por altos representantes del mundo financiero. En su última reunión, celebrada en la ciudad de Washington en octubre del 2007, el Grupo analizó los avances logrados en la aplicación de los principios dentro del marco de la arquitectura financiera internacional.

Durante el año 2007 se pusieron en marcha otras iniciativas relacionadas con los mercados financieros. Basándose en el ejemplo del sector privado respecto a dichos principios, un grupo integrado por los principales fondos de alto riesgo (*hedge funds*), con sede en Londres, propuso un código de conducta para este tipo de fondos. El código, que es de carácter voluntario, tiene por objeto mejorar la transparencia y la gestión del riesgo. Además, el G-8 acordó la creación de un plan de acción para desarrollar los mercados nacionales de renta fija en las economías emergentes y en los países en desarrollo. En este plan se especifican diversos aspectos clave relacionados con las políticas que habrán de examinarse con más detalle, entre ellos, el fortalecimiento de las infraestructuras de mercado y las políticas de gestión de la deuda, la ampliación y la diversificación de la base de inversores, el desarrollo de los mercados de derivados y *swaps*, la mejora de las bases de datos y la promoción de las iniciativas regionales. El objetivo es potenciar la profundidad y la eficiencia de los mercados nacionales de renta fija para que puedan participar plenamente en la intermediación financiera, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenido. Finalmente, haciendo hincapié en el creciente interés del papel y las operaciones de los fondos de riqueza soberanos, el Comité Monetario y Financiero Internacional solicitó al FMI que abriera un diálogo con los gestores de los fondos soberanos de activos y de reservas. La primera mesa redonda se celebró en noviembre del 2007.



2.2 COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

En el marco de sus actividades internacionales, el Eurosistema continuó desarrollando sus contactos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, principalmente mediante la organización de seminarios y cursos. Además, la cooperación técnica se ha convertido en un instrumento importante para respaldar la consolidación de las instituciones y potenciar el cumplimiento eficaz de las normas europeas e internacionales en las instituciones que no forman parte de la UE.

El Eurosistema celebró su cuarto seminario bilateral de alto nivel con el Banco Central de la Federación Rusa (Banco de Rusia) en octubre del 2007 en Moscú. Los participantes intercambiaron opiniones sobre los retos que afronta actualmente la política monetaria y cambiaria de Rusia, así como sobre el proceso de profundización financiera y sus repercusiones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, tanto en Rusia como en otras economías industrializadas y mercados emergentes. Además, tras pasar revista a los desafíos y las perspectivas de una ampliación de la UE y de la zona del euro, los participantes en el seminario centraron el debate en lo que ello supondría para Rusia. Este tipo de actividades seguirá organizándose regularmente. El próximo seminario se celebrará en Viena en la primavera del 2009.

Como resultado de las deliberaciones que tuvieron lugar en el seminario de alto nivel entre el Eurosistema y el Banco de Rusia celebrado en Dresde en octubre del 2006, el Banco de Rusia organizó en Tula, el 14 de junio de 2007, un

curso en el que participó un grupo de expertos, sobre las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía rusa. El personal del Banco de Rusia y otros expertos del Gobierno ruso y de la comunidad financiera intercambiaron opiniones con economistas del Eurosistema sobre los factores determinantes del crecimiento en la economía rusa y las perspectivas de dicho crecimiento. En el seminario se presentaron, entre otros temas, «Los desafíos de largo plazo para la economía rusa: la dependencia de los precios del petróleo y el mal holandés» y «La predicción del crecimiento del PIB en Rusia y el papel de las políticas económicas».

Por otra parte, se mantienen las actividades de cooperación técnica con el Banco de Rusia. Por ejemplo, en octubre del 2007, el BCE organizó dos visitas de estudio de alto nivel en materia de operaciones de mercado y financiación interna. El Banco de Rusia, el BCE y los BCN de la zona del euro también han participado estrechamente en actividades de seguimiento del programa de formación a gran escala sobre supervisión bancaria que se puso en marcha entre el 2003 y el 2005. Asimismo, está previsto iniciar, el 1 de abril de 2008, un nuevo programa de cooperación entre bancos centrales, financiado por la Comisión Europea, que concluirá en diciembre del 2010. Uno de los objetivos de dicho programa es potenciar la capacidad de auditoría interna del Banco de Rusia mediante la transferencia de conocimientos y experiencia de la UE en materia de auditoría interna basadas en el riesgo. Otro de los objetivos consiste en aplicar gradualmente los principios de Basilea II sobre supervisión bancaria en Rusia a través de consultas y compartiendo la experiencia de la UE con la implementación de la Directiva de requerimientos de capital de la UE. La celebración de un seminario organizado por el Banco Nacional de Kazajstán en septiembre del 2007 permitió, asimismo, ampliar las actividades de asesoramiento en materia de sistemas de pago a la Comunidad de Estados Independientes.

El cuarto seminario de alto nivel del Eurosistema con los gobernadores de los bancos centrales de los países socios de la UE de la cuenca

mediterránea se celebró en Valencia el 28 de marzo de 2007, mientras que el quinto tendrá lugar en El Cairo el 26 de noviembre de 2008. En Valencia los debates se centraron, entre otros asuntos, en la política fiscal en los países del Mediterráneo y en el comercio entre estos países y la zona del euro. El personal del BCE realizó varias visitas a los bancos centrales de países del Magreb, por ejemplo, al Banco de Argelia (febrero del 2007), al Bank Al-Maghrib (noviembre del 2007) y al Banco Central de Túnez (noviembre del 2007).

El BCE siguió profundizando sus relaciones con los bancos centrales y los organismos monetarios de los Estados miembros del Consejo de Cooperación del Golfo⁵. El BCE también prestó asistencia al Consejo en forma de asesoramiento en materia de sistemas de pago y billetes. Junto con el Deutsche Bundesbank, el BCE organizó un seminario de alto nivel del Eurosistema con los bancos centrales y las autoridades monetarias de dicho Consejo los días 11 y 12 de marzo de 2008 en Maguncia. El 25 de noviembre de 2007, el BCE, junto con cuatro BCN de la zona del euro (Deutsche Bundesbank, Banco de Grecia, Banque de France y Banca d'Italia), concluyeron un programa de cooperación de dos años de duración con el Banco Central de Egipto financiado por la Comisión Europea. El programa ha prestado asistencia al Banco Central de Egipto en el desarrollo de un plan de reformas de gran alcance, centrando la atención en la introducción de un enfoque de la supervisión bancaria basado en el riesgo y en la mejora de su capacidad de supervisión. A tal efecto, se establecieron seis proyectos en materia de supervisión bancaria continua, inspecciones y controles, supervisión macroprudencial, cuestiones jurídicas y establecimiento de normas, capacitación y tecnologías de la información, en el que cada uno de los cuatro BCN participantes asumió el papel de mentor y colaborando estrechamente con un jefe de equipo del Banco Central de Egipto.

⁵ Bahrein, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos.

El BCE y varios BCN intensificaron aún más sus relaciones con los países de la región occidental de los Balcanes. Los días 1 y 2 de octubre de 2007, el BCE organizó en Fráncfort la segunda conferencia económica sobre la región, ampliando la orientación a todos los países de Europa central, oriental y sudoriental. En la conferencia participaron expertos de los bancos centrales de los Estados miembros de la UE y de los países de Europa sudoriental, así como representantes de la Comisión Europea, de organismos internacionales y del mundo académico, que analizaron diversos aspectos de la convergencia real en la región, así como los principales desafíos que plantea dicha convergencia.

El BCE, junto con ocho BCN (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Banco de Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank y Banka Slovenije) facilitó al Banco Central de Bosnia y Herzegovina un informe en el que se analizan los progresos que es necesario realizar en algunos temas de banca central como preparación para la incorporación a la UE. El informe, con el que concluía una misión iniciada el 1 de marzo de 2007, fue entregado oficialmente por el Eurosistema el 12 de septiembre de 2007 y contiene recomendaciones respecto a los temas en los que el Banco Central de Bosnia y Herzegovina tendrá que progresar en los próximos años a fin de armonizar sus normas con las que ya ha adoptado el SEBC. Esta iniciativa fue financiada por la Comisión Europea a través del Programa de Asistencia Comunitaria para la Reconstrucción, el Desarrollo y la Estabilización (CARDS, en sus siglas en inglés) y coordinada por el BCE.



CAPÍTULO 6

RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

En las últimas décadas, la independencia de los bancos centrales ha resultado ser un componente esencial del marco de política monetaria de las economías industrializadas y emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales está basada firmemente en la teoría económica y en la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicho planteamiento lleva al mantenimiento de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, un principio básico de las sociedades democráticas es que los organismos públicos deben rendir cuentas ante la opinión pública, de quien se deriva, en última instancia, su mandato. Para un banco central independiente, la rendición de cuentas puede entenderse como la obligación de explicar de qué manera ha utilizado sus facultades y de justificar sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes elegidos democráticamente.

El BCE ha reconocido siempre la vital importancia de rendir cuentas por las decisiones de su política, por lo que mantiene un diálogo regular con los ciudadanos de la UE y con el Parlamento Europeo. El BCE cumple con creces las exigencias de información que se recogen en el Tratado, al publicar, por ejemplo, un Boletín Mensual en lugar del Informe Trimestral requerido. También celebra una conferencia de prensa tras la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno. El compromiso del BCE con este principio de rendición de cuentas queda reflejado, asimismo, en los numerosos documentos publicados y en los muchos discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno durante el 2007, en los que se explican las decisiones del BCE.

En el ámbito institucional, el Parlamento Europeo –como el órgano que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE– desempeña un papel fundamental en la exigencia al BCE de rendición de cuentas. Tal como dispone el Tratado, en el 2007 el presidente presentó el Informe Anual 2006 ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo. Además, el presidente continuó informando regularmente sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE a la Comisión

de Asuntos Económicos y Monetarios, en sus comparecencias trimestrales. El presidente también fue invitado a una comparecencia adicional ante esta Comisión para explicar las operaciones realizadas por el BCE en el mercado monetario, en respuesta a las turbulencias que sufrieron los mercados financieros en el segundo semestre del 2007, y para exponer las posibles conclusiones de cara al marco para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras. El presidente compareció, asimismo, ante una reunión conjunta del Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales para intercambiar opiniones sobre la convergencia económica en la zona del euro.

Otros miembros del Comité Ejecutivo también fueron invitados a comparecer ante el Parlamento Europeo en diversas ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2006 del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció en dos ocasiones ante la Comisión para facilitar información sobre los últimos avances en el ámbito de la compensación y liquidación de valores y el proyecto TARGET2-Valores del Eurosistema.

Como en años anteriores, una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios realizó una visita al BCE con el fin de mantener un intercambio de opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo. El BCE continuó con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por miembros del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con su ámbito de competencia.

2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las tomas de contacto entre el Parlamento Europeo y el BCE se trató una amplia variedad de temas. Las cuestiones principales planteadas por el Parlamento Europeo durante ese intercambio de opiniones se presentan más adelante.

MARCO DE LA EU PARA LA REGULACIÓN, LA SUPERVISIÓN Y LA ESTABILIDAD FINANCIERAS

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron su estrecho diálogo en materias relativas a la integración y la estabilidad financieras. En su resolución sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), el Parlamento, aunque reconocía que los fondos de inversión libre (*hedge funds*) pueden ser una fuente adicional de liquidez y diversificación en el mercado y crean oportunidades para mejorar la eficiencia de las empresas, compartía la preocupación de algunos bancos centrales y supervisores de que dichos fondos pueden ser una fuente de riesgos sistémicos. Por consiguiente, pidió una mayor cooperación entre los supervisores para poner en práctica las recomendaciones del Foro sobre Estabilidad Financiera e instó a los inversores, a los intermediarios principales y a las autoridades públicas a evaluar los posibles riesgos de contraparte que presentan estos fondos. El Parlamento Europeo destacó asimismo el alto grado de concentración en el sector de las agencias de calificación crediticia, y recomendó mayor transparencia en relación con los métodos de trabajo de estas entidades. Por lo que respecta a la supervisión financiera, el Parlamento expresó su inquietud de que el marco actual no pueda seguir el ritmo de la evolución de los mercados financieros y subrayó que debe contar con recursos suficientes y estar coordinado y facultado legalmente para dar respuestas rápidas y adecuadas en el caso de crisis sistémicas importantes a escala internacional. Por tanto, consideró que era necesario permitir que quedaran establecidas las medidas relativamente nuevas de Nivel 2 y de Nivel 3 del marco Lamfalussy¹ y, al mismo tiempo, analizar la conveniencia y la viabilidad de que la supervisión prudencial se lleve a cabo a nivel de la UE cuando sea necesario en el futuro.

El Presidente del BCE puso de manifiesto que la reevaluación del riesgo que se había producido en el segundo semestre del 2007 era consecuencia de la materialización de algunas de las vulnerabilidades que el BCE y otros bancos centrales habían identificado previamente. Señaló la necesidad de aumentar la transparencia y de mejorar la gestión de riesgos en relación con los productos financieros sofisticados. El presidente reconoció que el reducido número de agencias de calificación crediticia internacionales era una cuestión problemática para el funcionamiento de las finanzas internacionales. Al mismo tiempo, destacó que los inversores no deben considerar que la opinión de las agencias de calificación sustituye a sus propios procesos de análisis crediticio y de diligencia debida. En relación con el tema de los *hedge funds*, subrayó el papel positivo que desempeñaban para mejorar la eficiencia y la liquidez de los mercados financieros, aunque reconoció que también pueden constituir una fuente de riesgo para la estabilidad del sistema financiero. Por tanto, abogó por la aplicación rápida de las recomendaciones del Foro sobre Estabilidad Financiera y respaldó la propuesta de que el sector de *hedge funds* se afanara por implantar las mejores prácticas, siendo las referencias comparativas del sector una herramienta adecuada para alcanzar este objetivo. El presidente señaló asimismo la necesidad de mejorar sustancialmente el conocimiento de las entidades no reguladas, como las sociedades vehiculares (*conduits*) y las entidades de propósito especial (*Special Purpose Vehicles, SPV*), y pidió que continuara

¹ El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles. El Nivel 1 establece los principios básicos de la legislación que se han de adoptar mediante el procedimiento legislativo normal: las propuestas se originan en la Comisión Europea, y el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE las adoptan mediante el procedimiento de codecisión. El Nivel 2 dispone la adopción y la modificación, mediante un procedimiento rápido, de medidas para la aplicación de la legislación del Nivel 1. El Nivel 3 está relacionado con el trabajo de los comités de Nivel 3 para reforzar la cooperación y la convergencia en el ámbito de la supervisión. El Nivel 4 se refiere a las medidas de la Comisión para reforzar la ejecución de la legislación de la UE. Para más información, véase el informe titulado «*Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*», 15 de febrero de 2001, en la dirección de la Comisión Europea en Internet. Véase asimismo el Informe Anual del 2003 del BCE, p. 125.



el examen exhaustivo de todas las entidades de este tipo. Por último, recalcó que debería explotarse al máximo el potencial ofrecido por marco Lamfalussy antes de que considerara ningún cambio institucional profundo (véase capítulo 4).

FINANZAS PÚBLICAS

La ejecución de las políticas presupuestarias figuró en un lugar destacado del debate entre el Parlamento Europeo y el BCE. El Parlamento Europeo, en su resolución sobre el informe de la Comisión Europea titulado «Finanzas públicas en la UEM 2006», respaldó la aplicación estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y pidió que continuaran los esfuerzos de los Estados miembros por aprovechar la fase de expansión económica para preparar sus finanzas públicas para afrontar los retos del futuro, especialmente el envejecimiento de la población. Por tanto, en su resolución sobre el informe anual sobre la zona del euro elaborado por la Comisión, el Parlamento Europeo acogió con satisfacción las orientaciones para las políticas presupuestarias adoptadas por el Eurogrupo en abril del 2007, que recordaban el compromiso de sanear activamente las finanzas públicas en épocas de bonanza y de utilizar los ingresos extraordinarios para reducir el déficit y la deuda.

El presidente del BCE subrayó que las épocas de bonanza económica deben aprovecharse para corregir con rapidez los desequilibrios presupuestarios pendientes en los países de la zona del euro, así como para acelerar los ajustes

con el fin de conseguir sus objetivos a medio plazo. En este contexto, instó a todos los países de la zona a cumplir con el compromiso asumido por el Eurogrupo de alcanzar sus objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible, y, a más tardar, en el 2010 (véase sección 1.1 del capítulo 5).

SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El BCE continuó informando al Parlamento Europeo sobre las actividades en curso en el ámbito de los sistemas de pago y de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció en dos ocasiones ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para informar de los avances conseguidos con respecto a la creación de una infraestructura del Eurosistema para la provisión de servicios de liquidación de valores en dinero del banco central, denominado TARGET2-Valores. El BCE también celebró la adopción de la Directiva sobre servicios de pago por parte del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE en el 2007, dado que proporciona el marco jurídico necesario para la creación de una Zona Única de Pagos en Euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA) (véase sección 3 del capítulo 4).

El Parlamento Europeo, en su resolución sobre el Informe Anual 2006 del BCE, emitida por iniciativa propia, apoyó plenamente los esfuerzos del BCE para promover la integración financiera a través de su actuación como catalizador de iniciativas del sector privado,

como la SEPA. El Parlamento también estimó que el proyecto TARGET2-Valores podría estimular la integración, la eficiencia y la seguridad de la infraestructura europea de liquidación de valores. Al mismo tiempo, consideró esencial el establecimiento de un marco de gobierno apropiado. En su resolución sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), el Parlamento Europeo pidió que se siguiera avanzando en la eliminación de las barreras identificadas en el informe del Grupo Giovannini sobre los mecanismos transfronterizos de compensación y liquidación (véase sección 2 del capítulo 2).



CAPÍTULO 7

COMUNICACIÓN EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

El objetivo de la política de comunicación del BCE es mejorar la comprensión de sus decisiones por parte del público. La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño del resto de sus funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– orientan las actividades de comunicación del BCE y contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos ayudan al BCE a cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 6.

El principio de explicación periódica, detallada y en tiempo real de las decisiones y las valoraciones de la política monetaria del BCE, que se adoptó en 1999, constituye una aproximación singularmente abierta y transparente a la labor de comunicación de un banco central. Las decisiones sobre política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. El presidente realiza un detallado comunicado preliminar en el que explica las citadas decisiones, tras el cual se pone, junto al vicepresidente, a disposición de los medios de comunicación para responder a sus preguntas. Desde diciembre del 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de las referidas a los tipos de interés también se publican todos los meses en las direcciones de Internet de los bancos centrales del Eurosistema.

Los actos jurídicos del BCE y los estados financieros consolidados del Eurosistema se publican en todas las lenguas oficiales de la UE¹, al igual que el Informe Anual del BCE y la versión trimestral su Boletín Mensual.² El Informe de Convergencia también se publica en todos los idiomas oficiales ya sea en su versión integral o en forma resumida³. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia ante la opinión pública, el BCE también publica otros documentos en todas las lenguas oficiales, como las notas de prensa sobre las decisiones de política monetaria, las proyecciones macroeconómicas de los expertos,⁴ las declaraciones institucionales y material

informativo de interés para el público en general. La elaboración, publicación y distribución de las principales publicaciones del BCE en las distintas lenguas nacionales se realiza en estrecha colaboración con los BCN.

1 Salvo en gaélico, para el que se aplica una excepción a nivel de la UE.

2 Salvo en gaélico (por excepción de la UE) y maltés (por acuerdo con el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, tras suprimirse en mayo del 2007 la excepción temporal de la UE).

3 Véase la nota 2.

4 Las proyecciones de los expertos del BCE se publican desde septiembre del 2004 y las de los expertos del Eurosistema desde diciembre del 2000.

2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE ha de dirigirse a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, medios de comunicación, Administraciones Públicas, Parlamentos y público en general, que poseen muy distintos niveles de conocimiento en economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de una gama de instrumentos y actividades que se intenta mejorar constantemente de modo que resulten lo más efectivos posible, teniendo en cuenta los distintos tipos de audiencia.

El BCE publica distintos estudios e informes como el Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior, contribuyendo así a que pueda exigirse al BCE responsabilidad por sus actuaciones. El Boletín Mensual presenta de forma continua y actualizada la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como la información detallada en la que se basan sus decisiones, y el Financial Stability Review analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en cuanto a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso.

Todos los miembros del Consejo de Gobierno contribuyen directamente a mejorar el conocimiento y la comprensión del público sobre las funciones y políticas del Eurosistema mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales, discursos públicos y entrevistas con los medios de comunicación. En el 2007, el presidente del BCE compareció en siete ocasiones ante el Parlamento Europeo y sus comparecencias comenzaron a difundirse en el sitio web del BCE.

Por su parte, los miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron ese año alrededor de 220 discursos ante diverso público y concedieron numerosas entrevistas, además de publicar artículos en periódicos, revistas y prensa especializada.

En el 2007, el BCE organizó 15 seminarios para medios de comunicación nacionales e



internacionales, tres de ellos en colaboración con la Comisión Europea y cuatro con los BCN de la Unión Europea.

El BCE siguió favoreciendo la difusión de su labor de investigación a través de sus *Working Papers* y *Occasional Papers*, así como mediante conferencias, seminarios y talleres de trabajo (véase sección 5 del capítulo 2).

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel importante, a nivel nacional, en la difusión de la información y los mensajes del Eurosistema tanto al público en general como a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información entre un público muy diverso a escala regional y nacional, en sus propios idiomas y entornos.

En el 2007, el BCE, junto con el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, organizaron una campaña de información como parte de los preparativos para la introducción del euro en ambos países el 1 de enero de 2008. El lema «El euro, nuestra moneda», inspirado en el que se utilizó en la campaña informativa para el lanzamiento de los billetes y monedas en euros en el 2002, se empleó en todas las actividades de comunicación conjuntas llevadas a cabo con dicho motivo. El objetivo de la campaña, que era similar a la organizada para la introducción del euro en Eslovenia el 1 de enero de 2007, era familiarizar a las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo y al público en general con el aspecto visual y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros, así como con los distintos procedimientos de canje del efectivo (véase sección 4 del capítulo 3).

El BCE recibió en el 2007 a unos 13.500 visitantes en su sede de Fráncfort, quienes obtuvieron

información de primera mano en conferencias y presentaciones impartidas por personal de la institución. La mayoría de los visitantes fueron universitarios y profesionales del sector financiero.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus variadas actividades, se difunden a través de su dirección en Internet, que en el 2007 recibió 15 millones de visitas (con 15 millones de documentos descargados). En concreto, el dossier de información «La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?»⁵, elaborado por el BCE en colaboración con los BCN de la zona del euro en todas las lenguas oficiales de la UE, tuvo muy buena acogida entre los jóvenes y sus profesores, a quienes iba dirigido. El dossier se compone de un vídeo de ocho minutos de duración en el que dos estudiantes de secundaria se interesan por la estabilidad de precios, de un folleto para el alumno donde se presenta este asunto de forma sencilla, y de un libro para el profesor que con información más amplia dirigida a este colectivo.

A lo largo del 2007, el BCE recibió en torno a 60.000 consultas públicas sobre diversos aspectos de sus actividades.

El BCE organiza anualmente un programa de Días Culturales, cuyo objetivo es acercar la diversidad cultural de los Estados miembros de la UE al público, a los propios empleados del BCE y del SEBC, a la comunidad financiera internacional de Fráncfort y a los habitantes de esta ciudad y de su zona circundante. Cada año esta iniciativa pone de manifiesto la riqueza cultural de un país, favoreciendo con ello el entendimiento de los países que conforman la Unión Europea. En el 2007, el programa de Días Culturales se centró en Grecia, tras dedicarse a Austria, Hungría, Polonia y Portugal en años anteriores. El programa de actividades, que se desarrolló entre el 24 de octubre y el 13 de noviembre, se organizó en estrecha colaboración con el Banco de Grecia.

5 Este dossier de información puede obtenerse en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.es.html>



CAPÍTULO 8

MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro (15 desde el 1 de enero de 2008). El Consejo de Gobierno adoptó el término «Eurosistema» para facilitar el entendimiento de la estructura de la banca central de la zona del euro. Este término subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros. El Tratado de Lisboa incorpora el término «Eurosistema» (véase sección 1.2 del capítulo 5).

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (27 desde el 1 de enero de 2007), es decir, incluye

los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

El BCE es el eje del Eurosistema y del SEBC y garantiza el cumplimiento de sus respectivas funciones, ya sea por medio de sus propias actividades o a través de los BCN. El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los

órganos rectores del BCE. Los BCN contribuyen también a las tareas del Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los comités de ambas instituciones (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que éstas interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, en tanto existan Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente¹. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, con el respeto debido al principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. En virtud del Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema;
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne, normalmente, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno (Alemania). En la primera reunión del mes, entre otros asuntos, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En el 2007, se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort: una en Dublín, organizada por el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland y la segunda en Viena, preparada por el Oesterrische Nationalbank.

Los miembros del Consejo de Gobierno, cuando adoptan decisiones sobre política monetaria y en relación con otras funciones asignadas al BCE y al Eurosistema, no actúan como representantes de sus países respectivos sino a título personal y de forma completamente independiente, según refleja el principio de «un voto por miembro» que se aplica en el Consejo de Gobierno.

¹ Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2004/2 de 19 de febrero de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33; la Decisión BCE /2004/12 de 17 de junio de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7 de 12 de octubre de 1999 relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

CONSEJO DE GOBIERNO



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Michael C. Bonell

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta (desde el 1 de enero de 2008)

Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

Mitja Gaspari

Gobernador del Banka Slovenije (desde el 1 de enero hasta el 31 de marzo de 2007)

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije (desde el 16 de julio de 2007)

Klaus Liebscher

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides²

Gobernador del Banco Central de Chipre (desde el 1 de enero de 2008)

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Gobernador en funciones del Banka Slovenije (desde el 1 de abril hasta el 15 de julio de 2007)

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Nout Wellink, Marko Kranjec

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

John Hurley, Miguel Fernández Ordóñez, Christian Noyer, Axel A. Weber, Lorenzo Bini Smaghi, Michael C. Bonello

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Yves Mersch, José Manuel González-Páramo, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Athanasios Orphanides

² Los Gobernadores de los bancos centrales de Malta y Chipre asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno celebradas en el 2007 en calidad de invitados especiales, tras la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN el 10 de julio de 2007 de suprimir las excepciones respectivas de estos dos países con efecto a partir del 1 de enero de 2008.

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de

Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;

- ser responsable de la gestión diaria del BCE; y
- asumir determinados poderes que delegue en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Un Comité de Gestión, formado por un miembro del Consejo Ejecutivo, que lo preside, y por una serie de altos cargos, asesora al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de actividades y el presupuesto anual del BCE.

Fila posterior (de izquierda a derecha) :

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Fila anterior (de izquierda a derecha) :

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

José Manuel González-Páramo

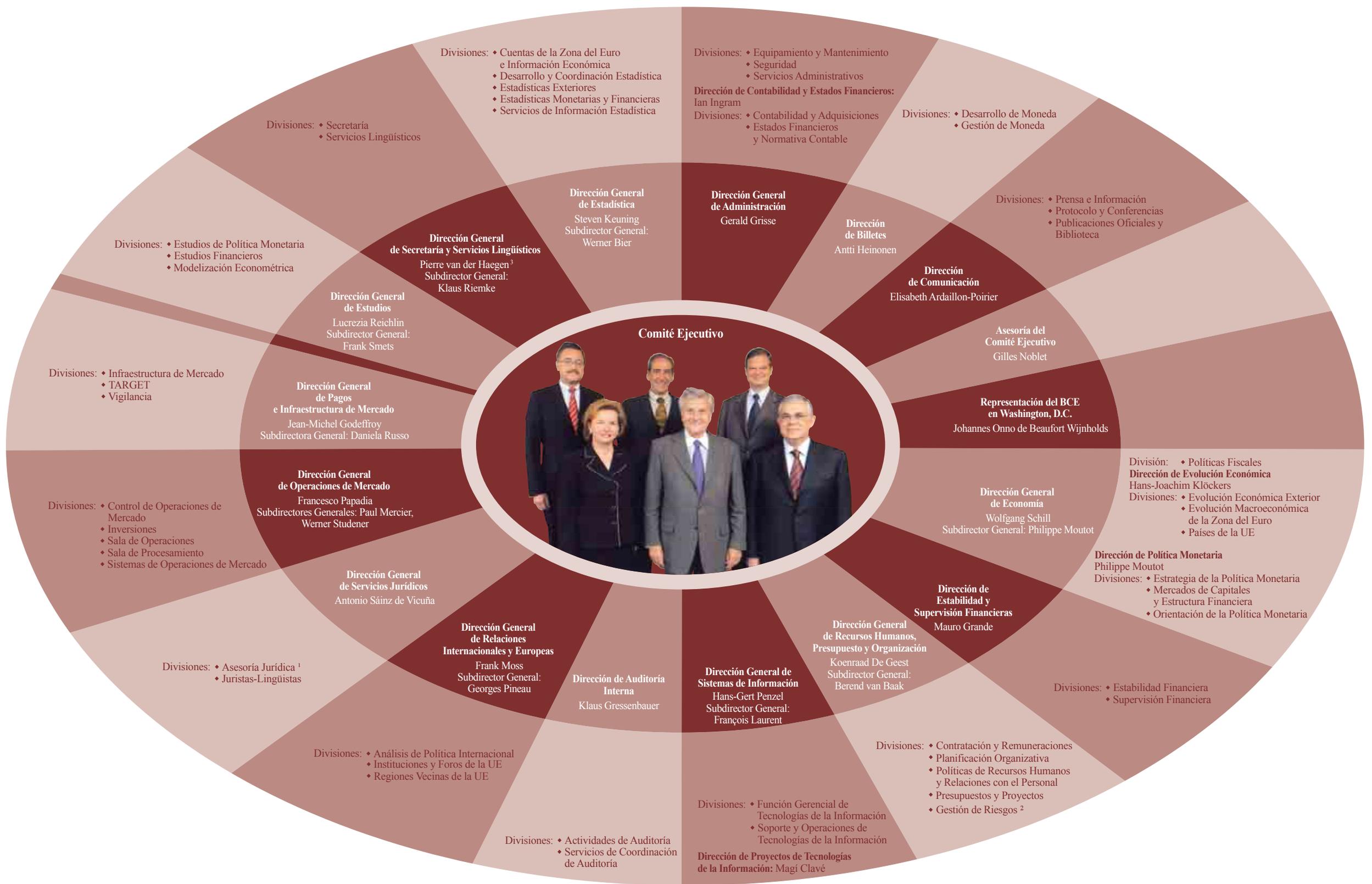
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE



Comité Ejecutivo

Fila posterior (de izquierda a derecha): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi
 Fila anterior (de izquierda a derecha): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Incluye la función de protección de datos.

² Informa directamente al Comité Ejecutivo.

³ Secretario del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General.

I.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de todos los Estados miembros de la UE, es responsable de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE.

en tanto que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En el 2007, el Consejo General se reunió cinco veces. Desde enero del 2007, los gobernadores del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y de la Banca Națională a României son miembros del Consejo General.



Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen, Andras Simor, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Nout Wellink, Andres Lipstok

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

John Hurley, Nils Bernstein, Christian Noyer, Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma, Ștefan Ingves, Marko Kranjec, Mugur Constantin Ișărescu

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramkos, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Athanasios Orphanides, Yves Mersch

Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Leszek Balcerowicz

Presidente del Narodowy Bank Polski (hasta el 10 de enero de 2007)

Nils Bernstein

Gobernador del Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gobernador del Central Bank of Malta

Christodoulos Christodoulou

Gobernador del Banco Central de Chipre (hasta el 3 de mayo de 2007)

Vitor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

Mitja Gaspari

Gobernador del Banka Slovenije (hasta el 31 de marzo de 2007)

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Ștefan Ingves

Gobernador del Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Ișărescu

Gobernador de la Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Gobernador del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)

Zsigmond Járai

Gobernador del Magyar Nemzeti Bank (hasta el 1 de marzo de 2007)

Mervyn King

Gobernador del Bank of England

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije (desde el 16 de julio de 2007)

Klaus Liebscher

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gobernador del Eesti Pank

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides

Gobernador del Banco Central de Chipre (desde el 3 mayo de 2007)

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Gobernador en funciones del Banka Slovenije (desde el 1 de abril hasta el 15 de julio de 2007)

Ilmārs Rimšēvičs

Gobernador del Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

Slawomir Skrzypek

Presidente del Narodowy Bank Polski (desde el 11 de enero de 2007)

András Simor

Gobernador del Magyar Nemzeti bank (desde el 3 de marzo de 2007)

Ivan Šramko

Gobernador del Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

Gobernador del Česká národní banka

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANO Y COMITÉ DIRECTIVO DE TECHNOLOGIA DE LA INFORMACIÓN DEL EUROSISTEMA

COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y SUS PRESIDENTES	
Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Ian Ingram	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Henk Brouwer
Comité de Supervisión Bancaria (BSC) Peter Praet	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Billetes (BANCO) Antti Heinenen	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Metodología de Costes (COMCO) Wolfgang Duchatzcek	Comité de Política Monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Tecnología Informática (ITC) Hans-Gert Penzel	Comité de Estadísticas (STC) Steven Keuning
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	
Comité de Presupuestos (BUCOM) José de Matos	Conferencia de Recursos Humanos (HRC) Koenraad De Geest

Los comités del Eurosistema/SEBC han continuado desempeñando un papel destacado apoyando a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los comités cuando se abordan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También pueden ser invitados, cuando proceda, otros organismos competentes en las materias respectivas, como es el caso de las autoridades supervisoras nacionales al Comité de Supervisión Bancaria. En julio del 2007, se creó el Comité de Metodología de Costes en virtud del artículo 9.1 del reglamento interno del BCE, con lo que se eleva a 13 el número de comités del Eurosistema/SEBC constituidos en virtud de dicho artículo.

El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, presta asistencia al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE. La Conferencia de Recursos Humanos fue establecida en el 2005 en virtud del artículo 9a del Reglamento interno como foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos.

En agosto del 2007, el Consejo de Gobierno creó el Comité Directivo de Tecnología de la Información del Eurosistema (EISC: Eurosystem IT Steering Committee) con el fin de dirigir la mejora continua en la utilización de la tecnología informática en el Eurosistema. Las responsabilidades del Comité se refieren, en concreto, al gobierno informático del Eurosistema, que abarca áreas tales como el desarrollo y el mantenimiento de políticas para la arquitectura y la seguridad informáticas, la

identificación de las necesidades informáticas, la gestión y establecimiento de prioridades de la cartera de proyectos informáticos, la planificación, realización y control de dichos proyectos y el seguimiento de los sistemas y operaciones de informática. Se prevé que el EISC mejore la eficacia y eficiencia en la toma de decisiones del Consejo de Gobierno en cuanto se refiere a proyectos y operaciones de tecnología de la información en el Eurosistema/SEBC, mediante la consideración previa de las propuestas de los Comités del SEBC o de los bancos centrales del Eurosistema y la presentación de informes sobre dichas propuestas al Consejo de Gobierno antes de que se desarrolle la discusión en el seno del mismo. El EISC informa al Consejo de Gobierno a través del Comité Ejecutivo.

1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externos e internos, tres códigos de conducta y normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo: un auditor externo, que audita las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publica en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea. Para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, se aplica el principio de rotación de las empresas de auditoría³.

³ KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue el auditor externo del BCE durante el período comprendido entre el 2003 y el 2007. Tras la conclusión de un concurso público y siguiendo el principio de la rotación de empresas de auditoría, se nombrará un nuevo auditor externo del BCE para los ejercicios comprendidos entre el 2008 y el 2012.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO

La estructura de control interno del BCE se basa en una orientación funcional, en virtud de la cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de sus propios riesgos, controles, eficacia y eficiencia. Para ello, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad en función del nivel de riesgo que el Comité Ejecutivo estima aceptable ex ante. Por ejemplo, se aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como «muralla china»– para impedir que información privilegiada procedente de las áreas encargadas de poner en práctica de la política monetaria alcance las áreas responsables de gestionar las reservas exteriores y la cartera de recursos propios del BCE. A lo largo del 2007, el BCE introdujo mejoras en el marco general para que la gestión del riesgo operacional se realice de un modo consistente, estructurado e integrado, agrupando una serie de políticas, procedimientos e instrumentos para el control de riesgos. Además, distintas divisiones de la Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización realizan un seguimiento de los riesgos y del proceso de control interno y presentan propuestas para mejorar la eficiencia en la identificación, valoración y reducción del riesgo en el BCE en su conjunto.

Con independencia de la estructura de control y de los procesos de seguimiento de riesgos del BCE, la Dirección de Auditoría Interna realiza los proyectos de auditoría, bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. De conformidad con el mandato recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE⁴, los auditores internos del BCE prestan servicios de aseguramiento y consultoría con total independencia y objetividad, evaluando y mejorando de forma sistemática la eficacia de los procesos de gestión del riesgo, control y gobierno. La Dirección de Auditoría Interna observa las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

El Comité de Auditoría Interna, uno de los comités del Eurosistema/SEBC, que está integrado por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de coordinar la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema SEBC.

Para fortalecer el gobierno corporativo, el Consejo de Gobierno decidió establecer un Comité de Auditoría del BCE en abril del 2007, compuesto por tres miembros del Consejo y presidido por John Hurley (Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

CÓDIGOS DE CONDUCTA

En el BCE se aplican tres Códigos de Conducta. El primero, al que han de atenerse los miembros del Consejo de Gobierno, pone de manifiesto su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones⁵. El Código sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando ejercen como miembros del Consejo. El Consejo de Gobierno ha puesto a disposición de sus miembros un asesor al que pueden consultar sobre determinados aspectos de la conducta profesional. El segundo código es el Código de Conducta del Banco Central Europeo, que sirve de guía y referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones⁶. De conformidad con las normas sobre información privilegiada del Código de Conducta, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido utilizar en provecho propio información confidencial cuando lleven a cabo actividades financieras privadas por cuenta y

4 Esta Ordenanza se encuentra publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

5 Véase el Código de Conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y su modificación en el DO C 10, de 16.1.2007, p. 6, y la dirección del BCE en Internet.

6 Véase el Código de Conducta del Banco Central Europeo, elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 76, de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.

riesgo propios o de terceros⁷. El tercer código es un Código complementario de criterios éticos para los miembros del Comité Ejecutivo⁸, que complementa los otros dos códigos describiendo detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros de ese comité. Un asesor nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza una interpretación coherente de estas normas.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento⁹ para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias comunitarias.

El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias adopte decisiones en virtud de las cuales la Oficina pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión¹⁰ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE¹¹, adoptada en marzo del 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos comunitarios respecto al acceso público a sus documentos. Simultáneamente se mejora la transparencia y se respeta la independencia del BCE y de los BCN, al garantizarse la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE¹². En el 2007, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

7 Véanse el apartado 1.2 del artículo del Reglamento del Personal del BCE relativo a la conducta y el secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.

8 Véase el Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 230, de 23.9.2006, p. 46, y la dirección del BCE en Internet.

9 Reglamento (CE) n° 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones realizadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136, de 31.5.1999, p. 1.

10 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso 11/00 de la *Comisión contra el Banco Central Europeo*, Rec., I-7147.

11 DO L 80, de 18.3.2004, p. 42.

12 De conformidad con el compromiso de apertura y transparencia del BCE, en el 2006 se añadió en la dirección del BCE en Internet una nueva sección denominada «Archives».

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 RECURSOS HUMANOS

En el 2007, el BCE mejoró el marco de su política de Recursos Humanos para reflejar la importancia de sus valores y los principios básicos de Recursos Humanos¹³. Este marco también permite justificar la elección de determinadas prácticas de Recursos Humanos y su complementariedad. En virtud de dicho marco, las políticas relativas a la gestión de los recursos humanos se insertan en cuatro grandes categorías, descritas a continuación.

CULTURA CORPORATIVA

Dado que su personal procede de los 27 Estados miembros de la UE, el BCE ha integrado la gestión de la diversidad en sus prácticas en materia de recursos humanos para garantizar el reconocimiento de las competencias individuales de cada empleado y su plena utilización en el logro de los objetivos de la institución. La gestión de la diversidad que lleva a cabo el BCE, basada en la estrategia de diversidad lanzada en el 2006, se propone conseguir que todos los empleados sean tratados con respeto y que su desempeño se evalúe según sus méritos.

Los seis valores compartidos del BCE (competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas, y compromiso con Europa) se incorporaron en mayor medida en las políticas de recursos humanos con el fin de trasladarlos a las actividades diarias de los empleados y mejorar su rendimiento.

DESARROLLO PROFESIONAL

Tras la introducción en el 2006 de una serie de principios generales para la movilidad que animan a los empleados del BCE a cambiar de puesto de trabajo cada cinco años, la movilidad interna ha recibido un apoyo considerable. Para los empleados del BCE, la movilidad interna constituye una oportunidad para ampliar su experiencia y desarrollar sus capacidades, además de un cauce para incrementar el conocimiento mutuo y las sinergias entre las distintas unidades de gestión. En este sentido, la política de selección interna, que

concede especial importancia al ámbito de las competencias, pretende facilitar en mayor medida la movilidad interna del personal. En el 2007, se creó una iniciativa conocida como «ventana de movilidad» para fomentar los intercambios entre los empleados del BCE, así como las sustituciones temporales, por ejemplo en el caso de interinidades. En total, 152 miembros del personal, entre los que se incluyen 31 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo, bien a corto o largo plazo.

El programa de experiencia laboral externa del BCE facilita el traslado temporal de sus empleados a los 27 BCN de la Unión Europea y a organismos financieros internacionales relevantes (v.g., el FMI y el BPI), por períodos de entre dos y doce meses. En el 2007, 23 empleados se acogieron a este programa. Además, el BCE concedió permisos no retribuidos de hasta un máximo de tres años a 36 empleados, muchos de los cuales (19) fueron contratados por BCN, organismos internacionales o empresas privadas, mientras que otros aprovecharon este permiso para proseguir sus estudios.

Además de promover la movilidad con medidas como la rotación del personal directivo, la estrategia de Recursos Humanos siguió orientándose hacia el desarrollo del equipo de gestores del BCE y en concreto el refuerzo de las habilidades directivas mediante tutorías individualizadas (*coaching*) y formación sobre el liderazgo, la gestión del desempeño y del cambio organizativo, así como la «dignidad en el trabajo» como pilar esencial de la estrategia de diversidad del BCE. En función de los resultados de la evaluación multilateral, se puede proporcionar tutoría individualizada.

Adicionalmente, los directivos participaron en un ejercicio anual obligatorio de evaluación multilateral en virtud del cual se identifican áreas de desarrollo personal a través de informes de

¹³ Los principios básicos de Recursos Humanos son: necesidad organizativa, gestión descentralizada del personal, mérito, diversidad, condiciones laborales atractivas y compromiso mutuo.

colaboradores directos, compañeros de similar nivel de responsabilidad y otros ajenos al BCE.

La adquisición y el desarrollo continuos de capacidades y competencias profesionales siguen siendo clave en la estrategia de recursos humanos del BCE. Como principio básico, la formación y el desarrollo se consideran una responsabilidad compartida entre los empleados y la institución. Por una parte, el BCE facilita los recursos presupuestarios y el programa de formación, y los directivos determinan las necesidades formativas de sus colaboradores en el desempeño de sus funciones. Por su parte, los empleados se comprometen a participar en las acciones de formación y desarrollo necesarias para mantener sus conocimientos y capacidad profesional al más alto nivel. Además de seguir diversos cursos organizados internamente, los empleados participaron en cursos externos que abordaban necesidades de formación específicas de carácter más técnico. También asistieron a cursos organizados en el marco de programas de formación comunes para el SEBC o a los ofrecidos por los BCN.

En el marco de su *Secondary Training Policy*, el BCE proporcionó ayuda financiera a 22 de sus empleados para que adquiriesen una titulación que incrementara su competencia profesional por encima de los requisitos exigidos en su puesto de trabajo actual.

Evolución del número de empleados		
	2007	2006
Personal con contrato del BCE, en términos de empleados a tiempo completo ¹⁾	1.375	1.342
Contratos a corto plazo ofrecidos a expertos de BCN y organismos internacionales	106	93
Nuevos participantes en el Programa de Postgrado	10	6
Contratos en prácticas	145	173

1) El número real de puestos aprobados a 31 de diciembre de 2007 era de 1.348. Esta diferencia se debió principalmente al hecho de que se ofrecieron contratos temporales para sustituciones superiores a doce meses.

CONTRATACIÓN

La incorporación de nuevo personal para cubrir puestos fijos se realizó mediante contratos de cinco años para los puestos de dirección, y de tres años para los demás puestos de trabajo. Estos contratos temporales pueden convertirse en indefinidos tras un proceso de evaluación que tiene en cuenta consideraciones de orden organizativo, así como el desempeño del empleado. En el 2007 el BCE ofertó 27 de estos contratos a candidatos externos. También ofreció 56 contratos temporales sin posibilidad de conversión a indefinidos para sustituciones superiores a un año y 114 contratos de duración inferior a un año para interinidades por baja de maternidad o paternidad y permisos sin sueldo. En el cuadro inferior se resume la evolución del número de empleados en el BCE en el 2007.

Los contratos de corta duración que ofrece el BCE a expertos procedentes de BCN y organismos internacionales brindan a ambas partes la oportunidad de intercambiar experiencias, fomentando con ello el espíritu de equipo en el SEBC.

En septiembre del 2007 se incorporó al Banco el segundo grupo de participantes en el programa de postgrado del BCE, destinado a recién licenciados con amplia formación académica, a los que se ofrecieron contratos de dos años no prorrogables.

El BCE ofertó también contratos en prácticas a estudiantes y licenciados con formación en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción.

Asimismo, el BCE convocó cinco becas de investigación en el marco del Programa *Wim Duisenberg Research Fellowship*, que está abierto a economistas de prestigio, y otras tantas para jóvenes investigadores en el contexto de su programa *Lamfalussy Fellowship*.

CONDICIONES LABORALES

El BCE ha iniciado un ambicioso proyecto para adoptar un sistema empresarial de planificación

de recursos. Cuando entre en funcionamiento, este sistema SAP llamado «ISIS» (*Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing*) afectará sensiblemente a un número significativo de tareas relacionadas con la gestión de los recursos humanos. Además de simplificar muchos de los procesos administrativos, el sistema permitirá a los empleados y a los directivos realizar por sí mismos una serie de actividades, lo que contribuirá a mejorar la eficiencia en la organización.

En vista del reciente incremento de la esperanza de vida, el BCE ha reexaminado el plan de jubilación que ofrece a sus empleados y se prevé que las conclusiones obtenidas sean implementadas a comienzos del 2009.

Con el fin de avanzar en la conciliación de la vida laboral y familiar, mejorando al mismo tiempo la capacidad de reacción del BCE, el Comité Ejecutivo decidió lanzar un proyecto piloto para introducir progresivamente el trabajo desde casa o «teletrabajo». Una vez concluido este ejercicio, se analizarán minuciosamente sus ventajas e inconvenientes para decidir si se amplía el ámbito de aplicación del sistema.

LA CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y EL SEGUIMIENTO DE LA DECLARACIÓN DE LA MISIÓN DEL EUROSISTEMA

Con el fin de intensificar la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos, en el 2005 se estableció una Conferencia de Recursos Humanos. Sus actividades en el 2007 abarcaron diversos aspectos de la formación y el desarrollo profesional, tales como las actividades formativas comunes y el desarrollo de medidas para aumentar la movilidad en el SEBC.

En aras del intercambio de experiencias y de la definición de las mejores prácticas, se organizaron diversos talleres de trabajo y presentaciones sobre asuntos como los procesos de selección, los centros de valoración (*assessment centres*), la movilidad interna y las políticas de desarrollo de carreras. Asimismo, tuvo lugar una conferencia sobre cómo liderar el

cambio organizativo y se creó un nuevo grupo de trabajo sobre la información para la gestión de los recursos humanos en el SEBC.

2.2 NUEVA SEDE DEL BCE

En el 2007, los trabajos relacionados con la nueva sede del BCE avanzaron según lo previsto. La fase de planificación detallada comenzó el 20 de febrero de 2007, y los resultados de la misma se hicieron públicos el 8 de octubre. El proyecto se presentó a las autoridades competentes de la Ciudad de Fráncfort el 22 de octubre de 2007, a fin de obtener las licencias de obra necesarias.

Aunque la apariencia general del conjunto del edificio no se ha modificado en la fase de planificación detallada, se ha perfeccionado el diseño del nuevo edificio. Se han realizado análisis *in situ* de elementos y materiales de construcción originales utilizados en el Grossmarkthalle, con el fin de desarrollar métodos de restauración apropiados. Se ha profundizado en los detalles de la construcción prevista para el interior del Grossmarkthalle, concretamente en lo relativo a las exigencias en materia de protección contra incendios y seguridad, y a los elementos estructurales de las áreas funcionales del vestíbulo.

Se ha definido el diseño global del interior de la nueva sede, incluidos los materiales y las superficies. Se ha construido una réplica para probar la funcionalidad y la calidad de los materiales elegidos para los elementos de construcción principales. En el futuro emplazamiento del BCE se ha instalado una maqueta de dos pisos a escala real, que muestra la fachada de una sección intermedia de la torre sur de oficinas y del atrio adyacente, para verificar los detalles técnicos, funcionales y arquitectónicos.

En el 2007, el servicio de urbanismo de la Ciudad de Fráncfort, en cooperación con el BCE, continuó desarrollando el plan de usos del suelo, cuyo objetivo es determinar la sostenibilidad del desarrollo urbanístico. El público en general y las distintas autoridades están participando en el

desarrollo del plan, asegurando de esta forma su legitimidad democrática. El plan de usos del suelo fue publicado en el «Amtsblatt», el diario oficial de la Ciudad de Fráncfort, el 13 de noviembre de 2007, lo que lo convierte en vinculante.

En agosto del 2007, el BCE convocó un concurso internacional para la licitación del contrato para la construcción de su nueva sede. El anuncio del contrato fue publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea y en la página del BCE en Internet. La adjudicación del contrato está prevista para octubre del 2008, y se espera que las obras principales de construcción comiencen el último trimestre del mismo año. Las obras preliminares de la nueva sede del BCE se iniciarán el primer trimestre del 2008 y está previsto que el edificio esté concluido antes de que termine el 2011.

En el 2008, la Ciudad de Fráncfort convocará un concurso para adjudicar el diseño de un monumento para conmemorar la deportación de ciudadanos judíos desde el Grossmarkthalle y de un espacio informativo sobre el mismo.

2.3 LA OFICINA DE COORDINACIÓN DE ADQUISICIONES DEL EUROSISTEMA

En julio de 2007 y con el fin de promover la cooperación en el ámbito de las adquisiciones, el Consejo de Gobierno decidió crear la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema (EPCO, en sus siglas en inglés), cuyas principales funciones serán facilitar la adopción y el intercambio de las mejores prácticas en el Eurosistema, desarrollar las infraestructuras necesarias (equipo humano, herramientas y aplicaciones) para desarrollar el poder de compra conjunto, y coordinar el plan de adquisiciones del Eurosistema. La participación de los bancos centrales del Eurosistema en las actividades de la Oficina es voluntaria. En diciembre de 2007, el Banco Central de Luxemburgo fue elegido sede de la EPCO para el período comprendido entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2012.



3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El Diálogo Social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes de los empleados de los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos¹⁴. Su objetivo es proporcionar información e intercambiar puntos de vista sobre cuestiones que podrían tener repercusiones más significativas sobre las condiciones laborales en los bancos centrales del SEBC.

Se celebraron dos reuniones del Diálogo Social del SEBC en los meses de julio y diciembre del 2007. Además de asuntos relativos a la fabricación y la circulación de billetes, los sistemas de pago (TARGET2, TARGET2-Valores y CCBM2) y la supervisión financiera, entre los puntos tratados se incluyeron la implantación de medidas relacionadas con la declaración sobre la Misión, los Propósitos estratégicos y los Principios organizativos del Eurosistema, así como sus repercusiones en el trabajo diario de los empleados del Eurosistema. También se informó a los representantes de los trabajadores de las actividades desarrolladas por la Conferencia de Recursos Humanos.

El BCE continuó publicando un boletín semestral para informar a los representantes de los empleados de los últimos acontecimientos relativos a los temas mencionados.

La implantación de las medidas acordadas en el 2006 entre el BCE y las federaciones europeas de sindicatos para estimular el Diálogo Social del SEBC comenzó en el 2007 y continuará en el 2008.

¹⁴ El Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa) Finance y la European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2007

1 NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2007 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 OBJETIVOS Y FUNCIONES

Los objetivos y las funciones del BCE se describen en los Estatutos del SEBC (artículos 2 y 3). El prólogo del Presidente al Informe Anual incluye un resumen de dichos objetivos.

3 PRINCIPALES RECURSOS, RIESGOS Y PROCESOS

GOBIERNO DEL BCE

La información relacionada con el gobierno del BCE puede consultarse en el capítulo 8.

MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

Los miembros del Comité Ejecutivo son nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno.

El Consejo de Gobierno determina las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo de la UE.

Los emolumentos del Comité Ejecutivo se reflejan en la nota 29 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales.

EMPLEADOS

La cifra media de empleados del BCE (el equivalente a tiempo completo) con contratos

indefinidos o temporales aumentó de 1.337 en el 2006 a 1.366 en el 2007. Al final del 2007 había 1.375 empleados. Se puede encontrar información más detallada al respecto en la nota 29 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales y en la sección 2 del capítulo 8, donde se describe asimismo la estrategia de recursos humanos del BCE.

INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN de la zona del euro, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

La cartera de recursos propios del BCE refleja la inversión del capital desembolsado, la contrapartida de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, el fondo general de reserva y los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar al BCE ingresos que contribuyan a cubrir sus gastos de explotación.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2.

PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

La función del Comité de Presupuestos (BUCOM), compuesto por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro, es esencial en el proceso de gobierno financiero del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno elaborando una evaluación detallada de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de financiación presupuestaria suplementaria del Comité Ejecutivo previamente a su presentación al Consejo de Gobierno para su aprobación. Todo

gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la función de control interno del BCE, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el BUCOM.

4 RESULTADOS FINANCIEROS

CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Dichas cuentas son aprobadas posteriormente por el Consejo de Gobierno y después publicadas.

PROVISIÓN POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS Y DE PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. Este grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, yenes y oro, que se invierten en su mayor parte en instrumentos que generan intereses.

En el 2005, teniendo en cuenta la elevada exposición del BCE a estos riesgos y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno decidió constituir una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. A 31 de diciembre de 2006, el importe de esta provisión ascendía a 2.371.395.162 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, Banka Slovenije contribuyó a esta provisión con 10.947.042 euros, con efectos a partir del 1 de enero de 2007. Teniendo en cuenta los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió añadir un importe 286.416.109 euros

a 31 de diciembre de 2007, incrementándose dicha provisión hasta 2.668.758.313 euros, lo que al igual que en el 2006 tuvo como efecto la reducción a cero del beneficio neto del ejercicio.

Esta provisión será utilizada para compensar pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no cubiertas por las cuentas de revalorización. La dotación y la permanencia de esta provisión se revisan anualmente, teniendo en cuenta diversos factores, en particular, el volumen de las tenencias de activos con riesgo, la medida en la que se hayan materializado los riesgos asumidos en el presente ejercicio, los resultados proyectados para el próximo ejercicio y una evaluación del riesgo que incluye cálculos de valor en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se aplican de forma consistente a lo largo del tiempo. El Consejo de Gobierno ha decidido que el montante de la provisión, junto con el importe mantenido en el fondo de reserva general del BCE, no podrá exceder el valor de las participaciones del capital desembolsadas por los BCN de la zona del euro.

RESULTADOS FINANCIEROS DEL 2007

De no haberse incrementado en el 2007 la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, el beneficio neto del BCE habría ascendido a 286 millones de euros.

En el 2007, la apreciación del euro frente al dólar estadounidense y, en menor medida, frente al yen se tradujo en una disminución del valor en euros de las tenencias del BCE en activos denominados en estas monedas de, aproximadamente, 2,5 mm de euros, registrada en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los ingresos netos se incrementaron desde 1.972 millones de euros en el 2006 hasta 2.421 millones de euros en el 2007 debido, fundamentalmente, al aumento de los billetes en euros en circulación y al incremento del tipo marginal aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que determina la remuneración que recibe el BCE por su

participación en los billetes en euros dentro del Eurosistema.

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras pasaron de 475 millones de euros en el 2006 a 779 millones de euros en el 2007, debido principalmente al descenso de los tipos de interés del dólar estadounidense en el 2007, que se tradujo en un incremento de las ganancias netas procedentes de las ventas de valores efectuadas durante el ejercicio, y a la subida del precio del oro, que supuso un aumento de las ganancias resultantes de las ventas de oro en el 2007. Estas ventas se efectuaron de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004 suscrito por el BCE.

Los gastos administrativos del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 361 millones de euros en el 2006 hasta 385 millones en el 2007.

INCREMENTO DEL CAPITAL DEL BCE

Con arreglo al artículo 49.3 de los Estatutos del SEBC, que el Tratado de Adhesión ha añadido a los Estatutos, el capital suscrito del BCE aumenta de forma automática cuando un nuevo Estado miembro se adhiere a la UE y su BCN ingresa en el SEBC. Por aplicación analógica del artículo 29.1 y en cumplimiento del artículo 29.2 de los Estatutos del SEBC, dicho aumento requiere el cálculo de la ponderación de la clave de capital de todos los BCN pertenecientes al SEBC. En consecuencia, tras la incorporación de Bulgaria y de Rumanía como nuevos Estados miembros desde el 1 de enero de 2007, a) las claves de los BCN se ajustaron de acuerdo con la Decisión del Consejo 2003/517/CE de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos que deben utilizarse para el ajuste de la clave para la suscripción de capital del BCE y b) el capital suscrito del BCE se incrementó hasta la cifra de 5.761 millones de euros.

Asimismo, de acuerdo con el tenor del artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC, tras la adopción del euro en Eslovenia el 1 de enero de 2007, Banka Slovenije desembolsó el resto de su capital suscrito del BCE, mientras que el Banco Nacional

de Bulgaria y Banca Națională a României, al igual que los demás BCN no pertenecientes a la zona del euro, desembolsaron el 7% de sus respectivas suscripciones, en concepto de contribución a los gastos operativos del BCE.

El efecto combinado de las circunstancias descritas fue el incremento del capital desembolsado del BCE desde 4.089 millones de euros a 31 de diciembre de 2006 hasta 4.127 millones de euros a 1 de enero de 2007. En la nota 15 «Capital y reservas» de las Cuentas Anuales se explican más detalladamente estas modificaciones.

BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

ACTIVO	NOTA NUMERO	2007 €	2006 €
Oro y derechos en oro	1	10.280.374.109	9.929.865.976
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI		449.565.998	414.768.308
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		28.572.614.853	29.313.377.277
		29.022.180.851	29.728.145.585
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	3.868.163.459	2.773.828.417
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		25.128.295	4.193.677
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	100.038.774	33.914
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		54.130.517.580	50.259.459.435
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		17.241.183.222	3.545.868.495
		71.371.700.802	53.805.327.930
Otros activos	6		
Inmovilizado material		188.209.963	175.180.989
Otros activos financieros		9.526.196.135	8.220.270.389
Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance		34.986.651	29.518.315
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		1.557.414.330	1.094.509.354
Diversos		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
Total activo		126.043.458.303	105.766.455.243

PASIVO	NOTA NUMERO	2007 €	2006 €
Billetes en circulación	7	54.130.517.580	50.259.459.435
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8	1.050.000.000	1.065.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9	14.571.253.753	105.121.522
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos		667.076.397	330.955.249
Cuentas intra-Eurosistema	11		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera		40.041.833.998	39.782.265.622
Otros pasivos	12		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance		69.589.536	0
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.863.461.316	1.262.820.884
Diversos		659.763.920	899.170.800
		2.592.814.772	2.161.991.684
Provisiones	13	2.693.816.002	2.393.938.510
Cuentas de revalorización	14	6.169.009.571	5.578.445.671
Capital y reservas	15		
Capital		4.127.136.230	4.089.277.550
Beneficio/(Pérdida) del ejercicio		0	0
Total pasivo		126.043.458.303	105.766.455.243

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO 2007

	NOTA NÚMERO	2007 €	2006 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		1.354.887.368	1.318.243.236
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		2.004.355.782	1.318.852.000
Otros ingresos por intereses		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(1.356.536.045)	(965.331.593)
Otros gastos por intereses		(3.962.006.944)	(2.461.625.254)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(5.318.542.989)</i>	<i>(3.426.956.847)</i>
Ingresos netos por intereses	23	2.420.766.640	1.971.835.449
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	24	778.547.213	475.380.708
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	25	(2.534.252.814)	(718.467.508)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio y de precio		(286.416.109)	(1.379.351.719)
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		(2.042.121.710)	(1.622.438.519)
Gastos netos por honorarios y comisiones	26	(621.691)	(546.480)
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	27	920.730	911.866
Otros ingresos	28	6.345.668	11.407.583
Total ingresos netos		385.289.637	361.169.899
Gastos de personal	29	(168.870.244)	(160.847.043)
Gastos de administración	30	(184.589.229)	(166.426.595)
Amortización del inmovilizado material		(26.478.405)	(29.162.141)
Gastos de producción de billetes	31	(5.351.759)	(4.734.120)
Beneficio/(Pérdida) del ejercicio		0	0

Fráncfort del Meno, 26 de febrero de 2008

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet
Presidente

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación² y que el Consejo de Gobierno considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos sólo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivado de los mismos para o por el BCE y la casi totalidad de los riesgos o beneficios asociados se haya transferido al BCE y el coste o valor del activo o el importe de la obligación pueda determinarse de forma fidedigna.

CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

Con efecto a partir del 1 de enero de 2007, ha cambiado el criterio empleado para registrar las operaciones en divisas, los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera y los correspondientes intereses devengados por las cuentas de los bancos centrales del

Eurosistema. Al ser posible su aplicación inmediata, el BCE introdujo esta modificación a partir del 1 octubre de 2006, con los efectos que se indican a continuación. A excepción de los valores, las operaciones se registran en la fecha de contratación en cuentas fuera de balance. En la fecha de liquidación, los asientos en las cuentas fuera de balance se cancelan y se registran en el balance. Las compras y ventas de divisas afectan a la posición en moneda extranjera en la fecha de contratación y no, como ocurría hasta ahora, en la fecha de liquidación, y los resultados realizados derivados de las ventas se calculan asimismo en la fecha de contratación. Los intereses devengados, las primas y los descuentos relacionados con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan y registran diariamente y, por tanto, inciden sobre la posición en moneda extranjera también de forma diaria y no, como ocurría con anterioridad, cuando se producía efectivamente el flujo de caja.

ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha en que se registran. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera de balance, se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

¹ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE estaba recogida en la Decisión BCE/2002/11, DO L 58 de 3.3.2003, p. 38, según texto modificado. Con efectos a partir del 1 de enero de 2007, esta Decisión fue derogada y sustituida por la Decisión BCE/2006/17, DO 348, de 11.12.2006, p. 38, según texto modificado.

² Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que, para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2007, se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2007.

VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance o aplicando la curva de rendimientos vigente en esa misma fecha. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2007, se utilizaron los precios medios del 28 de diciembre de 2007. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición y las acciones no líquidas, por el coste minorado por las pérdidas por deterioro.

RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan o en el que se incurren. Las pérdidas y ganancias realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de pérdidas y ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otro valor, moneda u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su

coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y/o al tipo de cambio de fin de año.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

Mediante las adquisiciones temporales se compran valores al contado con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores sólo se registran en el balance cuando la garantía es proporcionada al BCE en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En el 2007, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo durante la vigencia de tales operaciones.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, las operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de los *swaps* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las modificaciones diarias del margen de variación de los contratos de futuros sobre tipos de interés vivos quedan registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias. La valoración de operaciones a plazo con valores y de *swaps* de tipos de interés se realiza de acuerdo con métodos de valoración generalmente aceptados que utilizan precios y tipos de mercado observables y factores de descuento desde las fechas de liquidación hasta la fecha de valoración.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET/TARGET2, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase el capítulo 2), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET/TARGET2. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto frente al BCE. En

la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN de la zona del euro frente al BCE, a excepción del capital del BCE y del pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE, derivados de su participación en TARGET/TARGET2³, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos, excepto terrenos, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos se valoran por su precio de adquisición. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando en el período durante el que se espera utilizar el activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	cuatro años
Equipamiento, mobiliario e instalaciones	diez años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

³ A 31 de diciembre de 2007, los BCN no pertenecientes a la zona del euro participantes en TARGET/TARGET2 eran: Danmarks Nationalbank, Banco Central de Chipre, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Central Bank of Malta y Bank of England.

El período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

BALANCE

El pasivo que se refleja en el balance respecto a los planes de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance, *menos* el valor razonable de los activos afectos al Plan destinados a financiar la obligación, ajustados por las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas.

Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se determina descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando los tipos de interés de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo del pasivo por pensión del que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes derivados de la experiencia, cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente, y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

El importe neto registrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- a) el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- b) el interés al tipo de descuento de la obligación por prestaciones definidas;
- c) el rendimiento esperado de los activos afectos al Plan; y
- d) cualquier pérdida o ganancia actuarial reflejada en la Cuenta de pérdidas y ganancias utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%».

SISTEMA DE «BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores participantes en ese plan.

PENSIONES DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO Y OTRAS OBLIGACIONES DE JUBILACIÓN

Existen planes de pensiones para los miembros del Comité Ejecutivo no financiados a través de un fondo y provisiones para la cobertura de prestaciones por incapacidad de los empleados. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita anteriormente.

Estas obligaciones se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros⁴. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna a los bancos centrales del Eurosistema el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁵.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁶, se presentan en la subpartida «Cuentas intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida «Ingresos netos por intereses». Estos ingresos se asignan a los BCN en el ejercicio en el que se devengan y se distribuyen el segundo día hábil del ejercicio siguiente⁷. Asimismo, estos ingresos se distribuyen en su totalidad a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, o reducir estos ingresos en azón de los gastos en que ha incurrido el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

OTRAS CUESTIONES

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo considera que la publicación de un estado de flujos

de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero del 2007.

4 Decisión BCE/2001/15, de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, DO L 337, de 20.12.2001, p. 52, según el texto modificado.

5 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

6 Decisión BCE/2001/16, de 6 de diciembre de 2001, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002, DO L 337, de 20.12.2001, p. 55, según el texto modificado.

7 Decisión BCE/2005/11, de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación, DO L 311, de 26.11.2005, p. 41. Esta Decisión deroga la Decisión BCE/2002/9.

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

A 31 de diciembre de 2007, las tenencias del BCE ascendían a 18.091.733 onzas de oro fino, frente a 20.572.017 onzas en el 2006. Esta reducción se debió (a) a las ventas de 2.539.839 onzas efectuadas conforme al «Central Bank Gold Agreement» —que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004— suscrito por el BCE, y (b) a la transferencia al BCE de 59.555 onzas de oro fino⁸ realizada por Banka Slovenije en el momento de la adopción por Eslovenia de la moneda única, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC. El descenso del equivalente en euros de estas tenencias, resultante de estas operaciones, fue compensado con creces por el considerable aumento del precio del oro en el 2007 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

ACTIVOS FRENTE AL FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2007. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. El DEG se define en términos de una cesta de divisas, y su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES; Y ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estas dos rúbricas incluyen los depósitos en bancos y los préstamos denominados en moneda extranjera, así como las inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes, según el siguiente detalle:

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2007 €	2006 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	761.073.851	1.388.630.590	(627.556.739)
Depósitos	688.783.688	1.352.326.756	(663.543.068)
Adquisiciones temporales	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Inversiones en valores	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
Total	28.572.614.853	29.313.377.277	(740.762.424)

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2007 €	2006 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	574.945	18.535	556.410
Depósitos	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Adquisiciones temporales	0	151.860.288	(151.860.288)
Total	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Pese a la depreciación del dólar estadounidense y del yen frente al euro en el 2007, el valor neto en euros de estas posiciones aumentó como resultado, principalmente, de a) la inversión de los ingresos procedentes de las ventas de oro en yenes y, en menor medida, en la cartera en dólares estadounidenses (véase nota 1, «Oro y derechos en oro»), y de b) los ingresos recibidos fundamentalmente en la cartera en dólares estadounidenses.

8 La transferencia, por un importe equivalente a 28,7 millones de euros, se realizó con efectos a partir del 1 de enero de 2007.

Asimismo, en el momento de la adopción de la moneda única por Eslovenia, con efectos desde el 1 de enero de 2007, el Banka Slovenije transfirió al BCE dólares estadounidenses por valor de 162,9 millones de euros, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC.

La posición neta del BCE en moneda extranjera⁹ (dólares estadounidenses y yenes) a 31 de diciembre de 2007 era la siguiente:

(millones de unidades de moneda extranjera)	
Dólares estadounidenses	37.149
Yenes	1.076.245

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2007, este activo estaba formado por depósitos bancarios por valor de 20,0 millones de euros y cuentas corrientes frente a no residentes en la zona del euro.

4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2007, este activo estaba formado por depósitos bancarios por valor de 100,0 millones de euros y cuentas corrientes con residentes en la zona del euro.

5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

ACTIVOS RELACIONADOS CON LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

OTROS ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA (NETO)

Esta rúbrica se compone de los saldos TARGET/TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). El aumento de esta posición se debe

principalmente a la liquidación de la parte en euros de las operaciones *swaps* realizadas con los BCN en relación con la operación *Term Auction Facility* en dólares estadounidenses (véase nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

	2007 €	2006 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET/TARGET2	145.320.642.526	83.764.470.700
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET/TARGET2	(128.079.459.304)	(80.218.602.205)
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	17.241.183.222	3.545.868.495

6 OTROS ACTIVOS

INMOVILIZADO MATERIAL

Estos activos, a 31 de diciembre de 2007, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Coste			
Terrenos y construcciones	156.964.236	160.272.602	(3.308.366)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	27.105.564	26.670.476	435.088
Inmovilizado en curso	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Otros activos fijos	1.195.290	1.232.143	(36.853)
Coste total	413.787.579	374.538.759	39.248.820

9 Los activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», teniendo además en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los *swaps* de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de la revalorización de los precios de los valores denominados en moneda extranjera.

Depreciación acumulada			
Terrenos y construcciones	(49.672.589)	(39.696.727)	(9.975.862)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(150.195.777)	(135.057.096)	(15.138.681)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(25.562.068)	(24.471.251)	(1.090.817)
Otros activos fijos	(147.182)	(132.696)	(14.486)
Total depreciación acumulada	(225.577.616)	(199.357.770)	(26.219.846)
Valor neto contable	188.209.963	175.180.989	13.028.974

El descenso de «Terrenos y construcciones» a precio de coste se debe principalmente a la venta en enero del 2007 de la residencia oficial de los presidentes del BCE adquirida en el 2001. En diciembre del 2006 se adquirió una nueva residencia oficial.

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con el inicio de los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE. Las transferencias desde dicha partida a las rúbricas de activos fijos correspondientes se efectuarán una vez dichos activos hayan sido puestos en funcionamiento.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Los principales componentes de esta rúbrica son:

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Valores emitidos en euros	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Adquisiciones temporales en euros	668.392.837	874.669.464	(206.276.627)
Otros activos financieros	42.190.576	42.187.167	3.409
Total	9.526.196.135	8.220.270.389	1.305.925.746

a) Los valores emitidos en euros y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los fondos

propios del BCE (véase también la nota 12, «Otros pasivos»). El incremento de la tenencia de valores se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios de la contrapartida del importe transferido a la provisión del BCE frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro en el 2006.

b) El BCE posee 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2007 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable). También incluye las ganancias por valoración en operaciones a plazo con valores.

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

En el 2007, esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema durante el último trimestre (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable) por importe de 545,8 millones de euros, e intereses a cobrar correspondientes a los saldos de TARGET/TARGET2 debidos por los

BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes del 2007 por valor de 481,6 millones de euros. También incluye los intereses devengados, incluida la amortización de descuentos, por valores y otros activos financieros.

DIVERSOS

Esta partida incluye principalmente saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2007 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Estos saldos derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al coste medio de la divisa respectiva en la fecha del balance, comparada con el valor en euros con el que las operaciones se registran inicialmente (véase «Posiciones registradas fuera del balance» en el apartado sobre normativa contable).

También incluye un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

7 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE (8%) en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

8 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET/TARGET2.

9 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye principalmente un pasivo frente a la Reserva Federal por valor de 13,9 mm de euros en relación con la operación *Term Auction Facility* en dólares estadounidenses. En el marco de este programa, la Reserva Federal suministró 20 mm de dólares estadounidenses al BCE mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea de *swap*), adoptado a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones *swaps* con los BCN que han adoptado el euro, que utilizaron los fondos obtenidos para realizar operaciones de inyección de liquidez con las entidades de contrapartida del Eurosistema. Dichas operaciones se tradujeron en saldos intra-Eurosistema no remunerados entre el BCE y los BCN, reflejados bajo la rúbrica «Otros activos intra-Eurosistema (neto)».

También se incluyen los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET/TARGET2 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

10 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida recoge los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

11 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro, que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia al BCE de activos exteriores de reserva. Estos pasivos se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema,

ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 23 de «Ingresos netos por intereses»).

La ampliación de la UE, con la adhesión de Bulgaria y Rumanía, y el correspondiente ajuste del límite total de los activos de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE por los BCN y de sus ponderaciones en la clave de capital del BCE (véase la nota 15, «Capital y reservas»), junto con la transferencia de activos exteriores de reserva realizada por Banka Slovenije en el momento en que Eslovenia adoptó la moneda única, se tradujeron en un aumento de estos pasivos de 259.568.376 euros.

contrapartida y el valor de los activos transferidos (véanse las notas 1, «Oro y derechos en oro» y 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro») se consideró como parte de las contribuciones del Banka Slovenije —en virtud del artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC— a las reservas y a las provisiones equivalentes a reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2006 (véanse las notas 13, «Provisiones» y 14, «Cuentas de revalorización»).

12 OTROS PASIVOS

DIFERENCIAS POR VALORIZACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

	Hasta el 31 de diciembre de 2006 €	Desde el 1 de enero de 2007 ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Banco de Grecia	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Slovenije	-	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
Total	39.782.265.622	40.041.833.998

1) Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales pueden no coincidir debido al redondeo.

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2007 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones a su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable y la nota 6, «Otros activos»).

En esta partida se incluyen además las minusvalías latentes en las operaciones a plazo con valores y *swaps* de tipos de interés.

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

El activo de contrapartida correspondiente al Banka Slovenije se fijó en 183.995.238 euros, a fin de garantizar que la ratio entre este activo y el importe agregado asignado a los demás BCN que han adoptado el euro sea equivalente a la ratio entre la ponderación del Banka Slovenije en la clave del capital del BCE y la ponderación agregada de los demás BCN participantes en dicha clave. La diferencia entre ese activo de

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»), por importe de 1,4 mm de euros. También incluye periodificaciones sobre intereses debidos a los BCN en relación con TARGET/TARGET2, periodificaciones sobre instrumentos financieros, incluida la

amortización de primas de bonos con cupón, y otras periodificaciones.

DIVERSOS

Esta partida incluye principalmente operaciones de cesión vivas por un importe de 517 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6, «Otros activos») y el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones como se describe a continuación.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las obligaciones de pensiones del BCE (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en las notas sobre normativa contable) son las siguientes:

	2007 en millones de euros	2006 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	285,8	258,5
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(229,8)	(195,3)
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	35,4	17,3
Pasivo reconocido en el balance	91,4	80,5

El valor actual de estas obligaciones incluye obligaciones no financiadas a través de fondos relacionadas con las pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y con las provisiones para incapacidad de los empleados por valor de 36,8 millones de euros (32,6 millones de euros en el 2006).

Las cantidades reflejadas en la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio del 2007 y del 2006 en relación con el «Coste actual del servicio», el «Interés sobre las obligaciones» y el «Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan» son las siguientes:

	2007 en millones de euros	2006 en millones de euros
Coste actual del servicio	26,5	27,3
Interés sobre las obligaciones	8,6	6,8
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(7,9)	(6,7)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	0	0
Total incluido en los «Gastos de personal»	27,2	27,4

En el 2007, de acuerdo con el sistema de la banda del 10% (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el apartado sobre normativa contable), las ganancias actuariales no se reflejaron en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2007 en millones de euros	2006 en millones de euros
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	258,5	223,5
Coste de los servicios	26,5	27,3
Coste por intereses	8,6	6,8
Aportaciones de los participantes en el Plan	14,2	10,4
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	2,5	3,7
Beneficios pagados (Ganancias)/Pérdidas actuariales	(2,5)	(2,6)
Obligaciones por prestación definida: situación final	285,8	258,5

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al plan son las siguientes:

	2007 (en millones de euros)	2006 (en millones de euros)
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	195,3	161,2
Rendimiento previsto	7,9	6,7

Pérdidas/(Ganancias) actuariales	(4,0)	0,2
Aportaciones del empleador	16,2	15,4
Aportaciones de los participantes en el Plan	14,1	10,3
Beneficios pagados	(2,2)	(2,2)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el Plan	2,5	3,7
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	229,8	195,3

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos.

Se señalan a continuación los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones del personal. El tipo de rendimiento esperado para los activos afectos al Plan se utiliza para calcular el cargo anual a la Cuenta de pérdidas y ganancias.

	2007 %	2006 %
Tipo de descuento	5,30	4,60
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	6,50	6,00
Incrementos salariales futuros	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros	2,00	2,00

13 PROVISIONES

A 31 de diciembre de 2005, teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la constitución de una provisión frente a dichos riesgos. Esta provisión será utilizada para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas no realizadas no cubiertas por las cuentas de revalorización. El volumen y la necesidad de continuar con esta

provisión se revisan con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su exposición a los riesgos mencionados. Esta evaluación tiene en cuenta una serie de factores entre los que se incluye, en particular, el volumen de tenencias de activos con riesgo, la importancia de las exposiciones al riesgo materializadas en el ejercicio financiero actual, los resultados proyectados para el siguiente ejercicio, y una evaluación del riesgo que incluye el cálculo de los valores en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se realiza de manera consistente a lo largo del tiempo¹⁰. Esta provisión, junto con otros importes mantenidos en el fondo general de reserva, no excederá el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro.

A 31 de diciembre de 2006, la provisión frente a riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro ascendía a 2.371.395.162 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banka Slovenije también contribuyó con 10.947.042 euros a esta provisión con efectos a partir del 1 de enero de 2007. Teniendo en cuenta los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió asignar, a 31 de diciembre de 2007, un importe adicional de 286.416.109 euros a esta provisión, que aumentó hasta situarse en 2.668.758.313 euros y, al igual que en el 2006, redujo el beneficio neto a cero.

Esta partida incluye, asimismo, la provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales para devolverlas a su estado original cuando el BCE se traslade a su sede definitiva, y otras provisiones.

14 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banka Slovenije contribuyó con un importe de

¹⁰ Véase también el capítulo 2 del Informe Anual del BCE.

26 millones de euros a estas cuentas con efectos a partir del 1 de enero de 2007.

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Oro	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Divisas	0	701.959.896	(701.959.896)
Valores	338.524.183	14.909.786	323.614.397
Total	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

Los tipos de cambio aplicados a la revaluación a final de año fueron:

Tipos de cambio	2007	2006
Dólares estadounidenses por euro	1,4721	1,3170
Yenes por euro	164,93	156,93
Euros por DEG	1,0740	1,1416
Euros por onza de oro fino	568,236	482,688

15 CAPITAL Y RESERVAS

CAPITAL

A) CAMBIO EN LA CLAVE DE CAPITAL DEL BCN

De conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE se obtienen ponderando, con igual peso, los datos relativos a la participación de los respectivos Estados miembros en la población y en el producto interior bruto de la UE, tal como la Comisión Europea le notifica al BCE. Dichas ponderaciones se ajustan cada cinco años o cuando nuevos Estados miembros se incorporan a la UE. De acuerdo con la Decisión del Consejo 2003/517/CE de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos que deben utilizarse para el ajuste de la clave para la suscripción de capital del BCE ¹¹, las claves de los BCN se ajustaron el

	Del 1 de mayo de 2004 al 31 de diciembre de 2006 %	A partir del 1 de enero de 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	21,1364	20,5211
	0,9219	0,8885

Banco de Grecia	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Subtotal de los BCN pertenecientes a la zona del euro	71,4908	69,5092
Banco Nacional de Bulgaria	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Banco Central de Chipre	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Subtotal de los BCN no pertenecientes a la zona del euro	28,5092	30,4908
Total	100,0000	100,0000

1 de enero de 2007, con motivo de la incorporación de Bulgaria y Rumanía, de la siguiente forma:

B) CAPITAL DEL BCE

De conformidad con el artículo 49.3 de los Estatutos del SEBC, que el Tratado de Adhesión ha añadido a los Estatutos, el capital suscrito del BCE aumenta de forma automática cuando un nuevo Estado miembro se adhiere a la UE y su BCN ingresa en el SEBC. El aumento se calcula multiplicando el importe del capital suscrito en ese momento (es decir, 5.565 millones de euros a 31 de diciembre de 2006) por el coeficiente que resulta de dividir la ponderación del BCN que se incorpora entre la correspondiente a los BCN que hasta entonces forman parte del SEBC, teniendo en cuenta las claves modificadas por la adhesión del nuevo miembro. Por tanto, el

¹¹ DO L 181, 19.7.2003, p. 43.

1 de enero de 2007, el capital suscrito del BCE se incrementó a 5.761 millones de euros.

De conformidad con el artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y con lo dispuesto en el acto jurídico adoptado por el Consejo de Gobierno el 30 de diciembre de 2006¹², el 1 de enero de 2007, el Banka Slovenije desembolsó una cantidad de 17.096.556 de euros, que representaba el resto de su suscripción de capital del BCE.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 7% del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. En consecuencia, el 1 de enero de 2007, el Banco Nacional de Bulgaria y el Banca Națională a României desembolsaron importes de 3.561.869 euros y 10.156.952 euros respectivamente. Incluidas estas aportaciones, los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 122.952.830 euros al fin del ejercicio 2007. Los BCN no pertenecientes a la

zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

El efecto combinado de las tres circunstancias reflejadas fue un aumento del capital desembolsado desde 4.089.277.550 euros a 31 de diciembre de 2006 hasta 4.127.136.230 euros a 1 de enero de 2007, como se muestra en el siguiente cuadro¹³:

12 Decisión BCE/2006/30 del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre de 2006, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Banka Slovenije, DO L 24, 31.1.2007, p. 17.

13 Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Capital suscrito hasta el 31 de diciembre de 2006 €	Capital desembolsado hasta el 31 de diciembre de 2006 €	Capital suscrito a partir del 1 de enero de 2007 €	Capital desembolsado a partir del 1 de enero de 2007 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Banco de Grecia	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	3.978.226.562	3.978.226.562	4.004.183.400	4.004.183.400
Banco Nacional de Bulgaria	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Banco Central de Chipre	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760

Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	1.586.442.685	111.050.988	1.756.469.003	122.952.830
Total	5.564.669.247	4.089.277.550	5.760.652.403	4.127.136.230

16 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA A LA ZONA DEL EURO

De conformidad con lo dispuesto en la Decisión 2007/503/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007, adoptada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Chipre y Malta adoptaron la moneda única el 1 de enero de 2008. A tenor de artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 31 de diciembre de 2007¹⁴, el 1 de enero de 2008, el Banco Central de Chipre y el Central Bank of Malta desembolsaron cantidades de 6.691.401 euros y 3.332.307 euros respectivamente, que representaban el resto de su capital suscrito del BCE. De acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Central Bank of Malta transfirieron al BCE activos exteriores de reserva por un importe equivalente a 109.953.752 euros con efectos a partir del 1 de enero de 2008. El importe total transferido se determinó multiplicando el valor en euros, a los tipos de cambio vigentes a 31 de diciembre de 2007, de los activos exteriores transferidos anteriormente al BCE, por la ratio entre el número de acciones suscritas por los dos bancos centrales y el número de acciones desembolsadas por el resto de BCN no acogidos a la cláusula de excepción. Estos activos comprenden cantidades en dólares estadounidenses en efectivo y oro, en proporciones de 85 y 15, respectivamente.

Como contrapartida, el Banco Central de Chipre y el Central Bank of Malta recibieron activos por un importe equivalente al capital desembolsado y los activos exteriores transferidos. Estos activos serán tratados de la misma manera que los actuales activos del resto de BCN participantes (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»).

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

17 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2007, estaban vivas operaciones

¹⁴ Decisión BCE/2007/22, de 31 de diciembre de 2007, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Central Bank of Cyprus y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, DO L 28, 1.2.2008, p. 36; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2007, entre el Banco Central Europeo y el Central Bank of Cyprus relativo al activo acreditado al Central Bank of Cyprus por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO C 29, 1.2.2008, p.4; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2007, entre el Banco Central Europeo y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativo al activo acreditado al Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO C 29, 1.2.2008, p.6.

temporales por un valor de 3,0 mm de euros, frente a 2,2 mm de euros en el 2006 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

18 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

En el 2007 se utilizaron futuros sobre tipos de interés en la gestión de las reservas exteriores y los fondos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2007 estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Valor contractual €
Compras	5.932.333.678
Ventas	2.105.780.978

Futuros sobre tipos de interés en euros	Valor contractual €
Compras	25.000.000
Ventas	190.600.000

19 SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre de 2007 existían operaciones *swaps* de tipos de interés no vencidas por valor contractual de 13 millones de euros. Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

20 OPERACIONES A PLAZO CON VALORES

A 31 de diciembre de 2007 existían operaciones de adquisición de valores a plazo no vencidas por importe de 113 millones de euros y operaciones de venta de valores a plazo no vencidas por importe de 9 millones de euros. Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

21 SWAPS DE DIVISAS Y OPERACIONES A PLAZO EN DIVISAS

A 31 de diciembre de 2007 existía un saldo vivo de 794 millones de euros en el activo y 797

millones de euros en el pasivo correspondientes a *swaps* de divisas y a operaciones a plazo en divisas. Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

Asimismo, a 31 de diciembre de 2007, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con la Reserva Federal, originados en relación con la operación *Term Auction Facility* en dólares estadounidenses efectuada por la Reserva Federal (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

22 PROCEDIMIENTOS JUDICIALES PENDIENTES

Document Security Systems Inc. (DSSI) interpuso una reclamación por daños y perjuicios contra el BCE ante el Tribunal de Primera Instancia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TPI), alegando que, en la fabricación de los billetes en euros, el BCE ha infringido una patente de DSSI¹⁵. El TPI ha desestimado la reclamación por daños y perjuicios interpuesta contra el BCE¹⁶. El BCE ha iniciado acciones judiciales para revocar esta patente en diversas jurisdicciones, tiene el firme convencimiento de que no ha infringido en modo alguno dicha patente y, en consecuencia, contestará a las demandas por infracción que DSSI pudiera presentar ante cualquier juzgado nacional.

¹⁵ Patente europea n.º 0455 750 B1 de DSSI

¹⁶ Auto del Tribunal de Primera Instancia de 5 de septiembre de 2007, asunto T-295/05. Disponible en www.curia.eu.

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

23 INGRESOS NETOS POR INTERESES

INGRESOS POR INTERESES PROCEDENTES DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA EN MONEDA EXTRANJERA

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, de la siguiente forma:

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Ingresos de los depósitos	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Adquisiciones temporales	138.079.630	201.042.718	(62.963.088)
Ingresos netos de valores	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	19.766.033	3.853.216	15.912.817
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	1.415.519.297	1.350.067.201	65.452.096
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(154.041)	(225.549)	71.508
Cesiones temporales	(60.476.997)	(31.598.416)	(28.878.581)
Gastos netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(891)	0	(891)
Ingresos netos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	1.354.887.368	1.318.243.236	36.644.132

INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros. Los intereses sobre

estos activos del BCE relativos a su cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El aumento de los ingresos en el 2007 refleja tanto el incremento general de billetes en euros en circulación, como el aumento de los tipos de las operaciones principales de financiación. Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable.

Sobre la base de la estimación del resultado financiero del BCE para el ejercicio 2007, el Consejo de Gobierno decidió retener la distribución de la totalidad de estos ingresos.

REMUNERACIÓN DE LOS ACTIVOS DE CONTRAPARTIDA DE LAS RESERVAS TRANSFERIDAS POR LOS BCN

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC figura en este apartado.

OTROS INGRESOS POR INTERESES Y OTROS GASTOS POR INTERESES

Estas rúbricas comprenden ingresos por valor de 3,9 mm de euros (2,5 mm de euros en el 2006) y gastos por valor de 3,8 mm de euros (2,4 mm de euros en el 2006) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET/TARGET2. En estas partidas también se consignan ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros.

24 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias/pérdidas netas realizadas procedentes de operaciones financieras en el 2007 fueron las siguientes:

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Ganancias/ (Pérdidas) netas realizadas por precio de los valores y futuros sobre tipos de interés	69.252.941	(103.679.801)	172.932.742
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	778.547.213	475.380.708	303.166.505

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	263.440	338.198	(74.758)
Gastos por honorarios y comisiones	(885.131)	(884.678)	(453)
Gastos netos por honorarios y comisiones	(621.691)	(546.480)	(75.211)

requeridas. Los gastos se deben a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera (véase la nota 18, «Futuros sobre tipos de interés»).

25 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2007 €	2006 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(15.864.181)	(73.609.623)	57.745.442
Pérdidas no realizadas por precio de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(18.899)	0	(18.899)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(2.518.369.734)	(644.857.885)	(1.873.511.849)
Total	(2.534.252.814)	(718.467.508)	(1.815.785.306)

Las pérdidas por tipo de cambio se deben principalmente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de dólares estadounidenses y yenes, equivalentes a la diferencia entre el coste medio de adquisición y su tipo de cambio al final del año, como resultado de la depreciación de estas divisas frente al euro durante el ejercicio.

26 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

Los ingresos de este apartado incluyen las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas

27 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Los dividendos recibidos por las acciones del Banco de Pagos Internacionales (véase la nota 6, «Otros activos»), figuran ahora en este apartado.

28 OTROS INGRESOS

Otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio proceden principalmente de las aportaciones de otros bancos centrales al coste de un contrato de servicios suscrito por el BCE, en nombre del SEBC, con un proveedor externo de una red informática.

29 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 141,7 millones de euros (133,4 millones en el 2006). Los gastos de personal por un importe de 1,1 millones de euros (1,0 millones en el 2006) relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han activado y excluido de esta partida. La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo

de las Comunidades Europeas, y es comparable con este último.

Los miembros del Comité Ejecutivo reciben un salario base y prestaciones adicionales por residencia y representación. El Presidente dispone de una residencia oficial propiedad del BCE en lugar de la prestación por residencia. De acuerdo con lo dispuesto en las Condiciones de Contratación del Personal del Banco Central Europeo, los miembros del Comité Ejecutivo tienen derecho a prestaciones por residencia, hijos y educación, en función de sus circunstancias individuales. Los salarios están sujetos a tributación a las Comunidades Europeas y a deducciones en relación con las aportaciones al plan de pensiones y a los seguros médico y de accidente. Las prestaciones sociales no están sujetas a tributación ni computan a efectos de pensiones. Los acuerdos sobre pensiones en relación con el Comité Ejecutivo figuran en las notas sobre normativa contable del «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo».

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (Miembro del Comité Ejecutivo)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (Miembro del Comité Ejecutivo)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (Miembro del Comité Ejecutivo)	246.588	241.752
Ottmar Issing (Miembro del Comité Ejecutivo hasta mayo del 2006)	-	100.730
Jürgen Stark (Miembro del Comité Ejecutivo desde junio del 2006)	246.588	141.022
Total	1.627.524	1.595.592

Los salarios abonados a los miembros del Comité Ejecutivo durante el ejercicio:

Las prestaciones sociales abonadas a los miembros del Comité Ejecutivo y los beneficios procedentes de las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente ascendieron a un total de 579.842 euros (557.421 euros en el 2006), lo que resulta en unos emolumentos

totales de 2.207.366 euros (2.153.013 euros en el 2006).

Los pagos transitorios se realizan a antiguos miembros del Comité Ejecutivo cuando cesan en sus cargos. En el 2007, estos pagos y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente de los antiguos miembros ascendieron a 52.020 euros (292.280 euros en el 2006). Las pensiones, incluidas las prestaciones asociadas, abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios y las aportaciones a los seguros médico y de accidente ascendieron a 249.902 euros (121.953 euros en el 2006).

Esta partida también incluye el importe de 27,2 millones de euros (27,4 millones de euros en el 2006) correspondiente al Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 12, «Otros pasivos»).

A finales del 2007, el BCE tenía el equivalente a 1.375 empleados¹⁷ a tiempo completo con contratos permanentes o temporales, de los que

	2007	2006
A 1 de enero	1.367	1.351
Nuevos empleados ¹⁾	82	55
Bajas/Finalización de contrato ²⁾	32	39
A 31 de diciembre	1.417	1.367
Cifra media de empleados	1.394	1.360

1) Esta partida también incluye los efectos del cambio de la contratación de tiempo parcial a tiempo completo.
2) Esta partida también incluye los efectos del cambio de la contratación de tiempo completo a tiempo parcial.

149 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2007 fue como sigue:

A 31 de diciembre de 2007, la cifra de empleados incluye el personal en situación de excedencia o baja por paternidad, equivalente a 79 empleados a tiempo completo (63 en el 2006), y de baja por maternidad, equivalente a 21 empleados

¹⁷ Hasta el 2006, esta partida reflejaba el equivalente a tiempo completo de todos los contratos permanentes o temporales. Desde el 2007, se ha decidido reflejar el equivalente a tiempo completo del número de empleados con contratos permanentes o temporales, por cuanto se considera de mayor relevancia para los usuarios de los estados financieros. Las cifras del 2006 se han ajustado adecuadamente.

(10 en el 2006). Además, a 31 de diciembre de 2007, el BCE tenía contratados temporalmente a tiempo completo el equivalente a 71 empleados (70 en el 2006) para sustituir al personal que se encontraba en excedencia o de baja por paternidad o maternidad.

Asimismo, el BCE ofrece al personal de otros bancos centrales del SEBC la posibilidad de acogerse a un programa para trabajar temporalmente en el BCE. Los costes de este programa se recogen en esta partida. A 31 de diciembre de 2007, participaban en este programa 76 empleados de los bancos del SEBC (61 en el 2006).

30 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

31 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Estos gastos se deben a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN para hacer frente a las fluctuaciones inesperadas de la demanda de billetes. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Este documento, facilitado por el BCE, es una traducción no oficial del informe de auditoría del BCE.
En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua inglesa firmada por KPMG.**

Informe del auditor externo

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo
Fráncfort del Meno

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2007, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2007 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas.

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y la presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, y recogidos en las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo. Dicha responsabilidad incluye: la creación, la aplicación y el mantenimiento del control interno relativo a la preparación y la presentación imparcial de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error; la selección y la aplicación de normas contables apropiadas; y la elaboración de estimaciones contables adecuadas a las circunstancias.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estas cuentas anuales basada en nuestra auditoría, que hemos realizado de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas, hemos de aplicar criterios éticos y planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales.

Una auditoría incluye la aplicación de procedimientos con el fin de obtener datos relativos a los importes e información contenidos en las cuentas. Los procedimientos elegidos, entre ellos, la valoración de los riesgos de existencia de errores sustanciales en las cuentas, debidos a fraude o error, dependen del criterio del auditor. Para dicha evaluación, el auditor toma en consideración el control interno de la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por la dirección, además de la evaluación de la presentación general de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2007 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2007, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo.

Fráncfort del Meno, 26 de febrero de 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del 2007.

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN

En el 2006, con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, se retuvo la cantidad de 1.319 millones de euros, generados por la cuota de los billetes en circulación que le corresponde al BCE, para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. En el 2007, se retuvieron, análogamente, 2.004 millones de euros. Estas cantidades representaron el total de los ingresos procedentes de la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación en los respectivos años.

DISTRIBUCIÓN DE PÉRDIDAS/COBERTURA DE BENEFICIOS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y;
- b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales

nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos¹⁸.

En el año 2007, la financiación de la provisión para cubrir los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de la variación del precio del oro, por un importe de 286 millones de euros, redujo el beneficio neto a cero. En consecuencia, al igual que en el 2005 y en el 2006, no se realizaron transferencias al fondo general de reserva ni se distribuyeron beneficios a los accionistas del BCE. Tampoco fue necesario compensar pérdidas.

¹⁸ El artículo 32.5 de los Estatutos establece que la suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2007 ¹	31 DE DICIEMBRE DE 2006
1 Oro y derechos en oro	201.545	176.768
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	135.133	142.288
2.1 Activos frente al FMI	9.058	10.658
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	126.075	131.630
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	41.973	23.404
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	13.835	12.292
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	13.835	12.292
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	637.175	450.541
5.1 Operaciones principales de financiación	368.606	330.453
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	268.476	120.000
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	91	88
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	0
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	23.898	11.036
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	96.044	77.614
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.063	39.359
9 Otros activos	321.315	216.728
Total activo	1.507.981	1.150.030

Debido al redondeo, los totales y subtotales pueden no cuadrar.

¹ Las cifras consolidadas a 31.12.2007 incluyen también al Banka Slovenije que es miembro del Eurosistema desde el 01.01.2007.

PASIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2007	31 DE DICIEMBRE DE 2006
1 Billetes en circulación	676.678	628.238
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	379.181	174.051
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	267.335	173.482
2.2 Facilidad de depósito	8.831	567
2.3 Depósitos a plazo	101.580	0
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1.435	2
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	126	65
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	46.183	53.374
5.1 Administraciones Públicas	38.116	45.166
5.2 Otros pasivos	8.067	8.208
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	45.095	16.614
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.490	89
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	15.552	12.621
8.1 Depósitos y otros pasivos	15.552	12.621
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.278	5.582
10 Otros pasivos	123.174	71.352
11 Cuentas de revalorización	147.122	121.887
12 Capital y reservas	67.102	66.157
Total pasivo	1.507.981	1.150.030

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2007 y principios del 2008, y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas pueden obtenerse ejemplares del Diario Oficial.

En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2007/1	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de abril de 2007, por la que se adoptan normas complementarias sobre la protección de datos en el Banco Central Europeo	DO L 116, 4.5.2007, p. 64
BCE/2007/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 26 de abril de 2007, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)	DO L 237, 8.9.2007, p. 1
BCE/2007/3	Orientación del Banco Central Europeo, de 31 de mayo de 2007, por la que se modifica la Orientación BCE/2004/15 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO L 159, 20.6.2007, p. 48
BCE/2007/4	Recomendación del Banco Central Europeo, de 31 de mayo de 2007, por la que se modifica la Recomendación BCE/2004/16 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO C 136, 20.6.2007, p. 6
BCE/2007/5	Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de julio de 2007, por la que se establece su Reglamento de adquisiciones	DO L 184, 14.7.2007, p. 34
BCE/2007/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de julio de 2007, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/28 sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos	DO L 196, 28.7.2007, p. 46
BCE/2007/7	Decisión del Banco Central Europeo, de 24 de julio de 2007, relativa a las condiciones de TARGET2-ECB	DO L 237, 8.9.2007, p. 71
BCE/2007/8	Reglamento del Banco Central Europeo, de 27 de julio de 2007, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión	DO L 211, 11.8.2007, p. 8

Número	Título	Publicación
BCE/2007/9	Orientación del Banco Central Europeo, de 1 de agosto de 2007, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros (refundición)	DO L 341, 27.12.2007, p. 1
BCE/2007/10	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de septiembre de 2007, por la que se modifican los anexos I y II de la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 284, 30.10.2007, p. 34
BCE/2007/11	Reglamento del Banco Central Europeo, de 9 de noviembre de 2007, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Chipre y Malta	DO L 300, 17.11.2007, p. 44
BCE/2007/12	Recomendación del Banco Central Europeo, de 15 de noviembre de 2007, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Central Bank of Cyprus	DO C 277, 20.11.2007, p. 1
BCE/2007/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de noviembre de 2007, por la que se modifica la Orientación BCE/2002/7 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales	DO L 311, 29.11.2007, p. 47
BCE/2007/14	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de noviembre de 2007, por la que se modifica la Orientación BCE/2005/5 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de intercambio de información estadística en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en materia de estadísticas de las finanzas públicas	DO L 311, 29.11.2007, p. 49
BCE/2007/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2007, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/16 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002	DO L 333, 19.12.2007, p. 86
BCE/2007/16	Decisión del Banco Central Europeo, de 23 de noviembre de 2007, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2008	DO L 317, 5.12.2007, p. 81
BCE/2007/17	Recomendación del Banco Central Europeo, de 29 de noviembre de 2007, al Consejo de la Unión Europea, sobre los auditores externos del Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	DO C 304, 15.12.2007, p. 1

Número	Título	Publicación
BCE/2007/18	Reglamento del Banco Central Europeo, de 29 de noviembre de 2007, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/13 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 330, 15.12.2007, p. 20
BCE/2007/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de diciembre de 2007, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/15, de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 1, 4.1.2008, p. 7
BCE/2007/20	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de diciembre de 2007, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 42, 16.2.2008, p. 85
BCE/2007/21	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de diciembre de 2007, por la que se modifica la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 42, 16.2.2008, p. 83
BCE/2007/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2007, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	DO L 28, 1.2.2008, p. 36
BCE/2008/1	Recomendación del Banco Central Europeo, de 28 de enero de 2008, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Suomen Pankki	DO C 29, 1.2.2008, p. 1

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2007 y a principios del 2008 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, la letra b del apartado 2 del artículo 112 del Tratado y el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

(a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros¹

Número ²	Origen	Materia
CON/2007/1	Chipre	Marco jurídico destinado a adoptar el euro y facilitar la introducción del efectivo en euros
CON/2007/2	Hungría	Establecimiento de un sistema de información directa para las estadísticas de balanza de pagos
CON/2007/3	Irlanda	Valores con garantía de activos
CON/2007/5	Eslovenia	Emisión de monedas en euros conmemorativas y de colección
CON/2007/6	Alemania	Reforma de los estatutos del Deutsche Bundesbank relativa al número y al nombramiento de los miembros de su Comité Ejecutivo
CON/2007/7	Países Bajos	Vigilancia de los servicios de compensación y liquidación
CON/2007/8	República Checa	Ciertas funciones del Česká národní banka en materia de protección de los consumidores
CON/2007/10	Hungría	Reforma de la ley de prevención y represión del blanqueo de capitales por lo que respecta al régimen sancionador y de supervisión y al alcance de su aplicación al banco central nacional
CON/2007/12	Letonia	Instrumentos de política monetaria y la liquidación de valores del Latvijas Banka
CON/2007/13	Grecia	Reforma de los estatutos del Bank of Greece para adaptarlos al sistema de activos de garantía del Eurosistema y asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pago
CON/2007/14	Hungría	Reforma de los estatutos del Magyar Nemzeti Bank en cuanto a la estructura y gobierno del banco
CON/2007/15	Grecia	Supervisión de entidades de crédito e instituciones financieras y los activos admitidos como garantía en las operaciones de política monetaria
CON/2007/16	Malta	Cálculo de reservas mínimas y procedimientos conexos

1 En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publiquen, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

2 Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

Número ²	Origen	Materia
CON/2007/17	Italia	Regulación y supervisión de los mercados y el funcionamiento de las autoridades independientes competentes
CON/2007/18	Eslovenia	Reforma de la ley de operaciones de pago en lo referente al acceso a los datos del registro de cuentas de operaciones
CON/2007/21	Alemania	Introducción de un nuevo marco de regulación y supervisión para mejorar la competitividad internacional del sector de los fondos de inversión, armonizando la ley con la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)
CON/2007/22	Rumanía	Régimen de reservas mínimas
CON/2007/23	Rumanía	Regulación de las instituciones financieras no bancarias por el banco central
CON/2007/24	Rumanía	Presentación de información estadística sobre los activos y pasivos registrados en el balance de las instituciones financieras no bancarias
CON/2007/25	España	Modificaciones en la legislación sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores como preparación para TARGET2
CON/2007/26	Polonia	Modificaciones relativas a la gestión institucional, la supervisión y el modo de financiación del sistema de protección de los depósitos, en particular en lo que se refiere a la participación del Narodowy Bank Polski
CON/2007/27	Rumanía	Vigilancia de los sistemas de pago, los sistemas de liquidación de valores y los instrumentos de pago por la Banca Națională a României
CON/2007/28	Polonia	Normas de clasificación y empaquetado de billetes y monedas
CON/2007/29	Portugal	Establecimiento de un régimen de protección de los consumidores en el ámbito de la supervisión prudencial del Banco de Portugal
CON/2007/31	Polonia	Reforma de la supervisión financiera, en particular por lo que se refiere al Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Alemania	Modernización de la estructura de supervisión de la autoridad federal de supervisión financiera (BaFin)

Número ²	Origen	Materia
CON/2007/33	Austria	Reforma de la supervisión financiera
CON/2007/34	Polonia	Modificaciones del régimen de reservas mínimas en relación con las escisiones de bancos
CON/2007/36	Eslovenia	Nuevas funciones del Banka Slovenije en materia de prevención del blanqueo de capitales
CON/2007/37	Bélgica	Aplicación de la supresión de los títulos al portador a las acciones emitidas por la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Eslovenia	Supervisión de las operaciones de cambio de divisas en efectivo
CON/2007/39	Chipre	Alcance de la protección de la moneda de curso legal frente a falsificaciones y otras actividades ilícitas
CON/2007/40	Bulgaria	Introducción de un régimen de licencia para las entidades que prestan servicios de envío de dinero
CON/2007/41	Alemania	Declaración de provisiones para pagos e inversiones directas en los territorios económicos nacional y extranjeros en relación con la creación de la Zona Única de Pagos en Euros
CON/2007/43	Eslovaquia	Marco jurídico preparatorio de la adopción del euro
CON/2008/1	Chipre	Control de la reproducción de billetes y monedas en euros en Chipre
CON/2008/2	República Checa	Reparto de competencias entre el Česká národní banka y el Ministerio de Hacienda en la elaboración y presentación al Gobierno de ciertos proyectos de ley
CON/2008/3	Alemania	Legislación alemana sobre moneda metálica
CON/2008/4	Suecia	Reforma de los estatutos del Sveriges Riksbank en lo tocante a la duración de los mandatos de los miembros de su Comité Ejecutivo
CON/2008/5	Polonia	Reforma del gobierno, la supervisión y el modo de financiación del sistema de garantía de depósitos, en particular en lo tocante a la participación del Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugal	Principios, normas y estructura del Sistema Estadístico Nacional y la función del Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumanía	Modificaciones de las leyes del cheque y de la letra de cambio y el pagaré
CON/2008/8	Francia	Consecuencias para el régimen monetario de San Martín y San Bartolomé derivadas del cambio de estatuto de dichos territorios conforme a la legislación francesa

(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas³

Número ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2007/4	Consejo de la UE	Introducción de un nuevo procedimiento de comitología en ocho directivas del Plan de acción para los servicios financieros	DO C 39, 23.2.2007, p. 1
CON/2007/9	Consejo de la UE	Reglamento relativo a las estadísticas sobre ofertas de empleo en la Comunidad	DO C 86, 20.4.2007, p. 1
CON/2007/11	Consejo de la UE	Identificación y designación de las infraestructuras críticas europeas	DO C 116, 26.5.2007, p. 1
CON/2007/19	Consejo de la UE	Introducción del euro en Chipre y Malta y los tipos de conversión al euro para la libra chipriota y la lira maltesa	DO C 160, 13.7.2007, p. 1
CON/2007/20	Consejo de la UE	Mandato para que la Conferencia Intergubernamental elabore un tratado por el que se modifiquen los tratados existentes	DO C 160, 13.7.2007, p. 2
CON/2007/30	Consejo de la UE	Muestreo, sustitución y ajuste de calidad en los índices armonizados de precios al consumo	DO C 248, 23.10.2007, p. 1
CON/2007/35	Consejo de la UE	Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la estadística europea	DO C 291, 5.12.2007, p. 1
CON/2007/42	Consejo de la UE	Autorización del transporte de billetes y monedas falsos entre las autoridades nacionales competentes y las instituciones y organismos de la UE a efectos de la detección de falsificaciones	DO C 27, 31.1.2008, p. 1

³ Publicadas también en la dirección del BCE en Internet.

⁴ Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA ¹

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente,

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de

Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la

facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

**5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE,
4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE,
6 DE DICIEMBRE DE 2007 Y,
10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO Y 6 DE
MARZO DE 2008**

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%, 5% y 3%, respectivamente.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2007 y febrero del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

- «Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.
- «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.
- «Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.
- «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.
- «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.
- «El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.
- «La titulación en la zona del euro», febrero 2008.
- «Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.

- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 836 «Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters», por J. A. García y A. Manzanares, diciembre 2007.
- 837 «Monetary policy and core inflation», por M. Lenza, diciembre 2007.
- 838 «Securitisation and the bank lending channel», por Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, diciembre 2007.
- 839 «Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries», por M. M. Habib y M. M. Kalamova, diciembre 2007.
- 840 «Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure», por P. Du Caju, C. Fuss y L. Wintr, diciembre 2007.
- 841 «Should we take inside money seriously?», por L. Stracca, diciembre 2007.

- 842 «Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies», por G. Ferrucci y C. Miralles, diciembre 2007.
- 843 «Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges», por T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula y J.-P. Vidal, diciembre 2007.
- 844 «Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU», por A. Afonso y D. Furceri, diciembre 2007.
- 845 «Run-prone banking and asset markets», por M. Hoerova, diciembre 2007.
- 846 «Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, diciembre 2007.
- 847 «Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union», por G. Ottaviano, D. Taglioni y F. di Mauro, diciembre 2007.
- 848 «Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU», por A. Afonso y J. González Alegre, enero 2008.
- 849 «Government size, composition, volatility and economic growth», por A. Afonso y D. Furceri, enero 2008.
- 850 «Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling», por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, enero 2008.
- 851 «Investigating inflation persistence across monetary regimes», por L. Benati, enero 2008.
- 852 «Determinants of economic growth: will data tell?», por A. Ciccone y M. Jarocinski, enero 2008.
- 853 «The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited», por M. Hagedorn e I. Manovskii, enero 2008.
- 854 «How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins», por C. Fuss, enero 2008.
- 855 «Assessing the factors behind oil price changes», por S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann y M. Mann, enero 2008.
- 856 «Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors», por R. Christopoulou y P. Vermeulen, enero 2008.
- 857 «Housing and equity wealth effects of Italian households», por C. Grant y T. Peltonen, enero 2008.
- 858 «International transmission and monetary policy cooperation», por G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets y R. Straub, enero 2008.
- 859 «Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives», por F. Fornari, enero 2008.
- 860 «Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model», por M. Sánchez, enero 2008.
- 861 «Income distribution determinants and public spending efficiency», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 2008.
- 862 «Stock market volatility and learning», por K. Adam, A. Marcet y J. P. Nicolini, febrero 2008.
- 863 «Population ageing and public pension reforms in a small open economy», por C. Nickel, P. Rother y A. Theophilopoulou, febrero 2008.
- 864 «Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects», por A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2008.
- 865 «Explaining the Great Moderation: it is not the shocks», por D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, febrero 2008.
- 866 «VAR analysis and the Great Moderation», por L. Benati y P. Surico, febrero 2008.
- 867 «Do monetary indicators lead euro area inflation?», por B. Hofmann, febrero 2008.
- 868 «Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, febrero 2008.

- 869 «The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data», por N. Cassola, febrero 2008.
- 870 «Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty», por P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman y R. Pierse, febrero 2008.
- 871 «The impact of capital flows on domestic investment in transition economies», por E. Mileva, febrero 2008.
- 872 «Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis», por H. Buddelmeyer, G. Mourre y M. Ward, febrero 2008.
- 873 «The Feldstein-Horioka fact», por D. Giannone y M. Lenza, febrero 2008.
- 874 «How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?», por L. Coroneo, K. Nyholm y R. Vidova-Koleva, febrero 2008.
- 875 «Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area», por O. Castrén, S. Déés y F. Zaher, febrero 2008.
- 876 «Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?», por M. Andersson y A. D'Agostino, febrero 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berés, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
- «How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.
- «Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
- «TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.

«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).

«Review of the international role of the euro», junio 2007.

«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.

«Financial Stability Review», junio 2007.

«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (solo en Internet).

«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo en Internet).

«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).

«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).

«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores de las IFM de la **zona del euro** (como oro, monedas y billetes en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y valores distintos de acciones emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años de no residentes en la zona del euro).

Activos de garantía: activos pignoralos o transferidos (v.g., por las **entidades de crédito** a los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., por las entidades de crédito a los bancos centrales) como parte de las **cesiones temporales**.

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

Administraciones Públicas: sector que, según la definición del **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, incluye las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios que no son de mercado y que se destinan al consumo individual y colectivo y/o a efectuar operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Análisis económico: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. Se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía (véase, también, **análisis monetario**).

Análisis monetario: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluidos **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, análisis económico).

Balance consolidado del sector IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones entre IFM que figuran en el balance agregado del sector (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a

los residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como las condonaciones de deuda).

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al **Tratado** (apartado 2 del artículo 107). Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Brecha de financiación de las sociedades no financieras: la brecha de financiación puede definirse como el saldo entre el ahorro de las empresas (a través de los beneficios no distribuidos y la amortización) y las inversiones no financieras de las sociedades no financieras. La brecha de financiación basada en las cuentas financieras también puede definirse como el saldo entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Las dos medidas presentan discrepancias estadísticas originadas por diferencias en las estadísticas fuente.

Cartera de referencia: en relación con las inversiones, es una cartera o índice de referencia construido en función de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La cartera de referencia sirve como base para comparar el comportamiento de la cartera mantenida.

Central Depositaria de Valores (CDV): entidad que i) permite que las operaciones con valores se procesen y liquiden mediante anotaciones en cuenta, y ii) desempeña un papel activo en asegurar la integridad de las emisiones de valores. En una CDV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, en anotaciones en cuenta).

Cesión temporal: acuerdo, también denominado «repo», por el que se venden valores con pacto de recompra en una fecha y a un precio determinados.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

Comité Económico y Financiero (CEF): órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus funciones se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad y la vigilancia presupuestaria.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países miembros que han adoptado el euro.

Consejo ECOFIN: el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países miembros que han adoptado el euro.

Coste de la financiación externa de las sociedades no financieras (real): coste en que incurren las sociedades no financieras cuando obtienen nuevos recursos externos. En el caso de las sociedades no financieras de la **zona del euro**, se calcula como una media ponderada del coste de obtener préstamos bancarios, del coste de los valores de renta fija y del coste de los valores de renta variable, basada en los saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración) y deflactada por las expectativas de inflación.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las **Administraciones Públicas** y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Derivado de crédito: instrumento financiero que separa el riesgo de crédito de la operación financiera subyacente, permitiendo que este riesgo se valore y se transfiera por separado.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de contrapartida central: entidad que, en los contratos negociados en uno o más mercados financieros, se interpone entre las **entidades de contrapartida**, actuando de comprador frente a los vendedores, y de vendedor frente a los compradores.

Entidad de crédito: i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como una media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad financiera: situación en la que el sistema financiero –que se compone de intermediarios financieros, mercados e infraestructuras de mercado– es capaz de resistir perturbaciones y resolver

desequilibrios financieros, reduciendo con ello la posibilidad de que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para que la asignación del ahorro a oportunidades de inversión beneficiosas se vea significativamente afectada.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El **Consejo de Gobierno** define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo** para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estrategia de Lisboa: programa detallado de reformas estructurales encaminado a transformar la UE en «la economía basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo», que se puso en marcha en el año 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra y que se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro.

Excedente bruto de explotación: el excedente (o déficit) resultante de deducir del valor de las actividades de producción los empleos en concepto de consumos intermedios, remuneración de los asalariados e impuestos menos subvenciones a la producción, y antes de considerar tanto los ingresos y pagos por rentas originadas por operaciones de préstamo y alquileres como las generadas por la propiedad de activos financieros y de activos no producidos.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Eurosistema**. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un **período de mantenimiento**.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento del banco central que está a disposición de las entidades de contrapartida a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Gobierno corporativo: normas, procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización –como

el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas– y establece las normas y procedimientos para la toma de decisiones.

Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Ingresos monetarios: ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del **Eurosistema**, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el **Consejo de Gobierno** y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las **entidades de crédito**.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**.

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la **zona del euro** («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**), excluidos los importes registrados en las **inversiones directas** o en los activos de reserva.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se supone, en la práctica, que para la propiedad esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y la **Administración Central** (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central**.

M3: agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian **valores distintos de acciones** a largo plazo.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Eurosistema** con el objeto de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar de modo transfronterizo los activos de garantía. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros. Cada BCN abre una cuenta de valores para cada uno de los otros BCN (y para el **Banco Central Europeo**).

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro. El MTC II constituye un acuerdo multilateral con tipos centrales fijos, aunque ajustables, y un margen normal de fluctuación de $\pm 15\%$. Las decisiones relativas a los tipos centrales y, posiblemente, a los márgenes de fluctuación más estrechos se adoptan de mutuo acuerdo entre los Estados miembros de la UE interesados, los países de la zona del euro, el **Banco Central Europeo (BCE)** y los demás Estados miembros de la UE participantes en el mecanismo. Todos los participantes en el MTC II, incluido el BCE, están facultados para iniciar un procedimiento confidencial con el fin de modificar los tipos centrales (realineamiento).

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., un bono o una acción) a un precio especificado previamente (el precio de ejercicio) en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento).

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las operaciones temporales constituyen el primer instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, swaps de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasisociedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos procedentes de unidades institucionales que no son IFM. En concreto, son sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y las sociedades de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la estabilidad de precios y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene especificaciones concretas relativas al **procedimiento de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del Consejo Europeo de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y dos Reglamentos del Consejo –el Reglamento (CE) n° 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, modificado por el Reglamento (CE) n° 1055/2005 de 27 de junio de 2005, y el Reglamento (CE) n° 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, modificado por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 de 27 de junio de 2005–. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del Consejo ECOFIN, titulado *«Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact»*, que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo de 2005. También lo complementa el nuevo código de conducta, titulado *«Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes»*, aprobado por el Consejo ECOFIN el 11 de octubre de 2005.

Países candidatos: países para los que la UE ha aceptado la solicitud de adhesión. Las negociaciones de adhesión con Croacia y con Turquía comenzaron el 3 de octubre de 2005, mientras que las negociaciones con la Antigua República Yugoslava de Macedonia aún no se han iniciado.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por las **IFM** de la **zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años y capital y reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que se efectúa la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 104 y desarrollada en el Protocolo nº 20 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. El artículo 104 se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo (modificado por el Reglamento (CE) nº 1056/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005), que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del **Banco Central Europeo (BCE)** se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Rentabilidad empresarial: medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintas ratios de rentabilidad empresarial basadas en los estados financieros de las empresas, como la ratio de resultado de explotación (ventas menos gastos de explotación) en relación con las ventas, la ratio de resultado neto (resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios) en relación con las ventas, la rentabilidad del activo (que relaciona el resultado neto con los activos totales) y la rentabilidad de los recursos propios (que relaciona el resultado neto con los fondos aportados por los accionistas). A nivel macroeconómico, el **excedente bruto de explotación**, basado en las cuentas nacionales, por ejemplo, en relación con el PIB o con el valor añadido, suele utilizarse como medida de rentabilidad.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de liquidación.

Riesgo de liquidación: riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba, debido, generalmente, al incumplimiento de una o más de las obligaciones de liquidación de un participante. Este riesgo comprende, en particular, el riesgo operativo, el **riesgo de crédito** y el **riesgo de liquidez**.

Riesgo de liquidez: riesgo de que una entidad de contrapartida no atienda una obligación de pago en su totalidad al vencimiento. El riesgo de liquidez no supone que la entidad de contrapartida o el participante sea insolvente, dado que puede estar en condiciones de realizar la liquidación requerida en una fecha posterior no especificada.

Riesgo de mercado: riesgo de pérdidas (en posiciones tanto de balance como de fuera de balance) derivadas de variaciones de los precios de mercado.

Riesgo sistémico: riesgo de que la imposibilidad de que un participante cumpla sus obligaciones de pago en un sistema dé lugar a que otros participantes tampoco las puedan atender, con posibles efectos de contagio, como considerables problemas de liquidez o de crédito, que podrían poner en

peligro la estabilidad del sistema financiero. Tal incumplimiento puede ser causado por problemas operativos o financieros.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAFE): marco que define los procedimientos, normas y técnicas que garantizan que todos los activos de garantía cumplen el requerimiento de elevada calidad crediticia establecido por el **Eurosistema**.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. Los órganos rectores del SEBC son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos, definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que los órdenes de pago se procesan y liquidan uno por uno (sin compensación) en tiempo real (de forma continua) (véase, también, **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema de transferencia para la liquidación de operaciones con valores. Comprende todos los procedimientos institucionales necesarios para la compensación y liquidación de operaciones con valores, así como para su custodia.

Swap de divisas: dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) descentralizado para el euro, compuesto por SLBTR nacionales, el mecanismo de pagos del BCE y el mecanismo de interlinking.

TARGET2: una nueva generación del sistema **TARGET** que sustituye a la anterior estructura técnica descentralizada por una plataforma compartida única que ofrece un servicio armonizado con una estructura de precios uniforme.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable correspondientes a las **operaciones principales de financiación**. Es uno de los **tipos de interés oficiales del BCE** que refleja la orientación de la política monetaria.

Tipo de cambio efectivo (TCE) del euro, nominal/real media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona**

del euro. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambios efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por **entidades de crédito** y otras **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea («Tratado de Roma»). El Tratado se ha modificado en varias ocasiones, en particular por el Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht»), que estableció la base para la **Unión Económica y Monetaria** y contiene los Estatutos del **SEBC**.

Tratamiento automatizado de principio a fin: tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida, en su caso, la tramitación automatizada de la confirmación y del case, así como de la generación, compensación y liquidación, de las órdenes de pago.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el Tratado, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: la tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo que es compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v.g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona que incluye aquellos Estados miembros que, de conformidad con el Tratado, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Finlandia.

ISSN 1561-4522



9 771561 452003