



BANCO CENTRAL EUROPEO

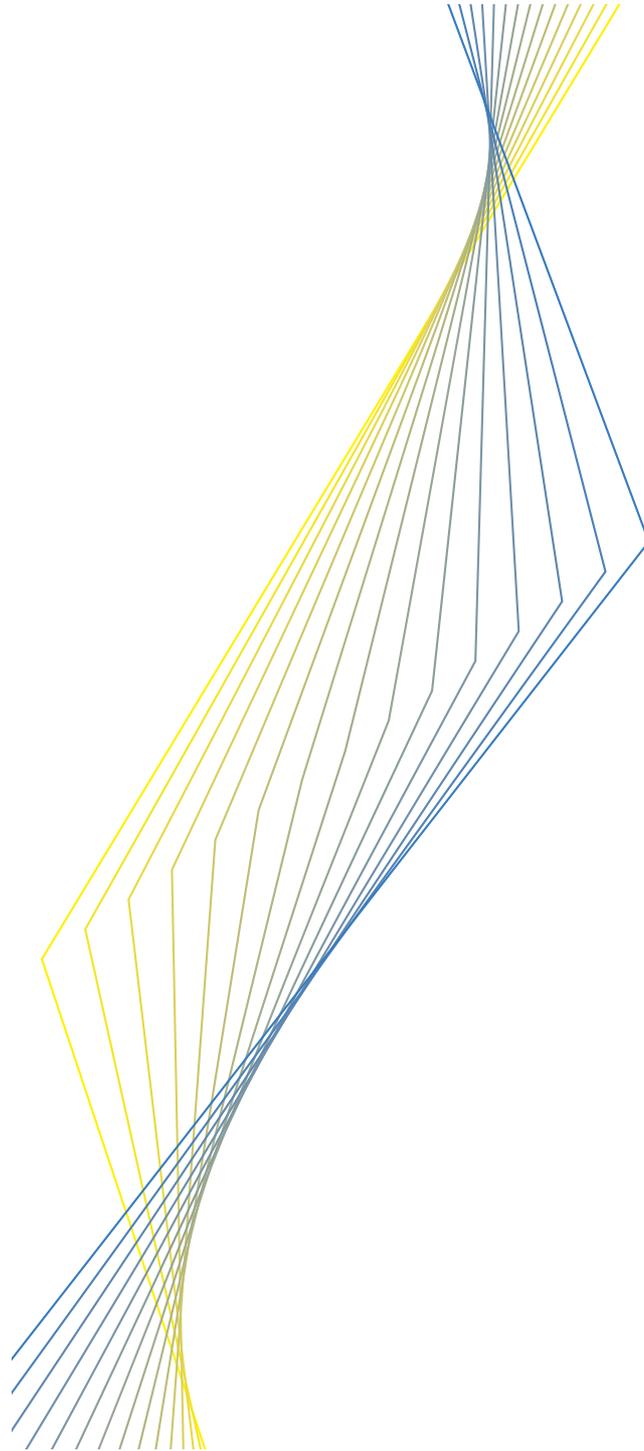
ECB EZB EKT BCE EKP

INFORME ANUAL

2001



BANCO CENTRAL EUROPEO



**INFORME
ANUAL**

2001

© Banco Central Europeo, 2002

Dirección	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania
Apartado de correos	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Alemania
Teléfono	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Todo los derechos reservados.

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

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 5 de marzo de 2002.

ISSN 1561-4530

Índice

Prólogo	2
---------	---

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

1 Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2001	8
2 Evolución monetaria y financiera	13
2.1 Evolución monetaria	13
2.2 Mercados financieros	19
3 Evolución de los precios	35
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	42
5 Evolución de las finanzas públicas	50
6 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos	54

Capítulo II

Operaciones como banco central

1 Instrumentación de la política monetaria	70
1.1 Panorámica general	70
1.2 Operaciones principales de financiación	72
1.3 Operaciones de financiación a plazo más largo	74
1.4 Otras operaciones de mercado abierto	74
1.5 Facilidades permanentes	75
1.6 Sistema de reservas mínimas	75
1.7 Activos de garantía	76
1.8 Evolución del mercado monetario	79
2 Operaciones en divisas y gestión de los activos exteriores de reserva	80
2.1 Operaciones en divisas	80
2.2 Activos exteriores de reserva del Eurosistema	80
2.3 Evolución del enfoque del Eurosistema sobre la gestión de las reservas exteriores	82
3 Gestión de los recursos propios del BCE	83

Capítulo III

Gestión de riesgos

I Operaciones de política monetaria	86
1.1 Medidas de control de riesgos	86
1.2 Valoración del riesgo de crédito	87
2 Operaciones de inversión	88
3 Evolución en el año 2002	90

Capítulo IV

Evolución económica de otros países de la Unión Europea	94
--	----

Capítulo V

Asuntos europeos, internacionales y bilaterales

I Asuntos europeos	106
1.1 Evolución del marco de política económica	107
1.2 Reforma de los mercados financieros	109
2 Cuestiones multilaterales	111
2.1 Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas	111
2.2 Seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales	113
2.3 Arquitectura del sistema monetario y financiero internacional	115
2.4 El papel internacional del euro	117
3 Relaciones bilaterales	118
3.1 El proceso de adhesión a la UE: algunas cuestiones clave de política económica identificadas por el Eurosistema	118
3.2 Cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos	122
3.3 Participación del Eurosistema en el Diálogo Económico entre la UE y los países candidatos	122
3.4 Fortalecimiento de las relaciones de trabajo con otros países	122

Capítulo VI

Introducción, producción y emisión de los billetes en euros

1	Introducción de los billetes y monedas en euros en el 2002	126
1.1	El cambio de moneda en la zona del euro	126
1.2	El cambio de moneda fuera de la zona del euro	128
1.3	Canje de billetes nacionales en los bancos centrales nacionales	129
2	Producción de los billetes y monedas en euros	129
2.1	Producción de los billetes para su puesta en circulación	129
2.2	Establecimiento de una reserva central de billetes para cobertura de riesgos	130
2.3	Asistencia en la producción de monedas	130
3	Protección de los billetes contra la falsificación	130
3.1	Investigación y desarrollo	130
3.2	Lucha contra la falsificación	131
4	Emisión de los billetes	131
5	Campaña de información Euro 2002	131

Capítulo VII

Sistemas de pago y de liquidación de valores

1	Operativa de los sistemas de pago y de liquidación del Eurosistema	138
1.1	El sistema TARGET	138
1.2	Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC)	140
2	Vigilancia de los sistemas de pago	141
3	Sistemas de grandes pagos	142
3.1	Otros sistemas de grandes pagos en euros	142
3.2	Sistema de liquidación continua	142
4	Sistemas de pago al por menor	143
4.1	Cambio definitivo al euro en los sistemas de pago al por menor	143
4.2	Servicios de pagos transfronterizos al por menor	143
4.3	Iniciativas de la Asociación Bancaria del Euro (EBA)	144
4.4	Dinero, comercio y pagos electrónicos	144
5	Sistemas de compensación y liquidación de valores	145
5.1	Compensación	145
5.2	Liquidación	146
5.3	Cooperación con el Comité de Reguladores Europeos de Valores	146
6	Cooperación con los países candidatos y otras actividades	147
6.1	Cooperación con los países candidatos a la UE	147
6.2	Otras actividades	147

Capítulo VIII

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

1 Marco institucional para la estabilidad financiera y la supervisión prudencial	152
2 Estructura, evolución y riesgos del sector bancario	153
3 Normativa bancaria y financiera	157

Capítulo IX

Sistema estadístico

1 Introducción	162
2 Estadísticas monetarias, bancarias y de mercados financieros	162
3 Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional y tipos de cambio efectivos	164
4 Cuentas financieras y estadísticas de las Administraciones Públicas	164
5 Estadísticas económicas generales	165
6 Incorporación de Grecia a las estadísticas de la zona del euro	165
7 Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales	166
8 Estadísticas de los Estados miembros no pertenecientes a la UEM y de los países candidatos a la adhesión	166

Capítulo X

Otras tareas y actividades

1 Funciones consultivas	170
2 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	173
3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	174

Capítulo XI

Comunicación externa y rendición de cuentas

1 Política y actividades de comunicación del BCE	178
1.1 Objetivos de la política de comunicación	178
1.2 Cuestiones de comunicación importantes en el 2001	178
1.3 Actividades de comunicación	179
2 Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo	180
2.1 Panorámica de las relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo	180
2.2 Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo	181

Capítulo XII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	188
2 Órganos rectores del BCE	189
2.1 Consejo de Gobierno	189
2.2 Comité Ejecutivo	191
2.3 Consejo General	192
3 Organización del BCE	194
3.1 Gestión institucional	194
3.2 Gestión de recursos humanos	195
3.3 Organigrama del BCE	197
4 Diálogo social del SEBC	198
5 Comités del SEBC	198

Capítulo XIII

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema del año 2001

Balance a 31 de diciembre de 2001	202
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2001	204
Normativa contable	205
Notas al balance	209
Notas a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias	214
Informe de auditoría	216

Nota sobre la distribución de beneficios	217
Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2001	218
<hr/>	
Anexos	
Glosario	222
Cronología de la política monetaria	238
<hr/>	
Instrumentos legales adoptados por el Banco Central Europeo en 2001	241
<hr/>	
Documentos publicados por el Banco Central Europeo	243

Lista de Recuadros, Cuadros y Gráficos

Recuadros

1	Impacto de la introducción del euro en el efectivo en circulación y M3	20
	Gráfico: Efectivo en circulación, PIB y costes de oportunidad	20
2	El rendimiento de los bonos y las cotizaciones bursátiles de la zona del euro presentaron una correlación positiva durante la mayor parte de 2001	28
	Gráfico: Rendimiento de bonos y cotizaciones bursátiles en la zona del euro	28
3	Incidencia del cambio de moneda sobre los precios de consumo de la zona del euro	39
4	Avance de las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro	48
5	Política fiscal y crecimiento económico a largo plazo	52
6	Determinantes de la sincronización del ciclo económico internacional	56
7	Evolución en términos reales del comercio exterior de la zona del euro desde la crisis de Asia	61
	Gráfico: Exportaciones e importaciones reales fuera de la zona del euro y exportaciones reales dentro de la zona.	62
	Gráfico: Exportaciones reales fuera de la zona del euro, demanda exterior y cuota de exportación	62
	Gráfico: Exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos, China, Corea del Sur y países de la ASEAN	63
	Gráfico: Importaciones reales de la zona del euro procedentes de Estados Unidos, China, Corea del Sur y países de la ASEAN	63
8	Operaciones como banco central tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001	81
9	Informe sobre la observancia de los códigos y normas en la zona del euro	114
10	Resumen de las principales posiciones del Eurosistema en materia de política económica con respecto a la adhesión	120
11	Procedimientos de consulta durante el año 2001	170
12	Comparecencias públicas de representantes del BCE ante el Parlamento Europeo en el año 2001	181

Cuadros

1	Componentes de M3	16
2	Contrapartidas de M3	18
3	Distribución sectorial del saldo de valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	22
4	Evolución de precios y costes en la zona del euro	35
5	Inflación medida por los precios de consumo: resultados en 2001 y previsiones para 2001 y 2002	38
6	Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro	43
7	Producción industrial en la zona del euro	46
8	Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro	47
9	Deficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro	51
10	Principales categorías de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema	78

11	Indicadores macroeconómicos de Dinamarca	95
12	Indicadores macroeconómicos de Suecia	99
13	Indicadores macroeconómicos del Reino Unido	101
14	Flujo de pagos en TARGET	138
15	Días de máxima actividad en TARGET en el 2001	139
16	Fusiones y adquisiciones en las que participan entidades de crédito de la UE	155

Gráficos

1	Tipos de interés del BCE y del mercado monetario	9
2	Crecimiento de M3 y valor de referencia	14
3	Estimaciones de la brecha monetaria nominal y real	15
4	Movimientos de M3 y de sus contrapartidas	17
5	Saldo de emisiones de valores de renta fija denominados en euros por residentes en la zona del euro	22
6	Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro	23
7	Pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario y volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses	25
8(a)	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	26
8(b)	Diferencial entre los tipos de interés a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro	26
9	Tipo de interés real a largo plazo y tasa de inflación implícita obtenida a partir de los bonos franceses indicados con la inflación	27
10	Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables	31
11	Tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de mercado comparables	32
12(a)	Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	33
12(b)	Volatilidad implícita en los mercados de renta variable de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	33
13	IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes	36
14	Desagregación de los precios industriales de la zona del euro	41
15	Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad laboral en la zona del euro	41
16	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real de la zona del euro	42
17	Indicadores de confianza de la zona del euro	44
18	Exportaciones de bienes y producción industrial de la zona del euro	45
19	Desempleo en la zona del euro	49
20	Tipo de cambio efectivo nominal del euro	60
21	Balanzas por cuenta corriente y comercio de bienes y servicios de la zona del euro	64
22	Exportaciones reales de bienes de consumo, intermedios y de equipo de la zona del euro	64
23	Balanza de rentas de la zona del euro	65
24	Flujos financieros netos de la zona del euro en 2000 y 2001	65
25	Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro en el 2001	71
26	Número de entidades de contrapartida participantes y diferencial entre el tipo swap del EONIA a dos semanas y el tipo mínimo de puja	73

27	Indicadores económicos y financieros de la zona del euro y de los países de la UE no pertenecientes a la zona	96
28	Tipos de cambio bilaterales frente al euro de las monedas de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro	97
29	Cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos en el 2001	123
30	Distribución intradía de los pagos transfronterizos procesados por TARGET en el 2001	139
31	Activos transfronterizos en porcentaje del total de los activos de garantía entregados al Eurosistema	141

Abreviaturas

Países

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

Otras

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

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

La introducción de los billetes y monedas en euros en los 12 Estados miembros de la zona del euro constituyó un acontecimiento histórico. En las 14 páginas que separan los capítulos del presente Informe Anual se presentan escenas de la transición al euro, tomadas de una colección de fotografías encargadas por el Banco Central Europeo. Las fotografías, obra del fotógrafo Claudio Hils, reproducen los preparativos realizados en la zona del euro, desde el diseño y producción de los billetes y monedas en euros hasta el mismo día €, el 1 de enero de 2002.

Banco Central Europeo: El símbolo del euro situado delante de la Eurotower fue iluminado por vez primera en la medianoche del 31 de diciembre de 2001.	XIV
Austria: Robert Kalina, diseñador de los billetes denominados en euros, trabajando en el Oesterreichische Nationalbank en Viena.	6
Francia: Limpieza de una plancha de impresión en la fábrica de billetes de la Banque de France en Chamalières.	68
Grecia: Comprobación de pliegos de billetes en la imprenta del Banco de Grecia en Atenas.	84
Bélgica: (derecha) Luck Luyckx, de la Real Fábrica Belga de Moneda de Bruselas, diseñador de la cara común de las monedas denominadas en euros. (izquierda) Moneda de dos euros y modelo de escayola utilizado.	92
Italia: Empaquetado de monedas en euros en la Fábrica de Moneda de Italia en Roma.	104
Alemania: Destrucción de monedas nacionales cerca de Fráncfort.	124
España: Billetes denominados en euros envueltos en celofán en el Banco de España en Madrid.	136
Portugal: (derecha) Un camión blindado con una remesa de euros sale de la fábrica portuguesa de billetes. (izquierda) Guardias de seguridad vigilan la calle mientras se realiza el transporte de billetes.	150
Finlandia: Formación de cajeros en el Suomen Pankki – Finlands Bank en Helsinki.	160
Irlanda: Estudiantes irlandeses “caracterizados” de monedas y billetes en euros en un centro comercial de Dublín.	168
Banco Central Europeo: Los ganadores del concurso “¿Quieres ser una estrella del euro?” con el Presidente del Banco Central Europeo, Willem F. Duisenberg, en la ceremonia de entrega de premios celebrada en Fráncfort el 31 de diciembre de 2001.	176
Luxemburgo: La Banque centrale du Luxembourg da la bienvenida al día € el 1 de enero de 2002.	186
Países Bajos: Jóvenes neerlandeses examinan los primeros billetes en euros, retirados de un cajero automático en Maastricht en los primeros minutos del día 1 de enero de 2002.	200



Banco Central Europeo: **El símbolo del euro situado delante de la Eurotower fue iluminado por vez primera en la medianoche del 1 de enero de 2002.**

Prólogo



En este prólogo del Informe Anual del año 2001, desearía hacer mención, en primer lugar, a la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros, que comenzó el 1 de enero de 2002 y que representa un hito importante en el proceso de integración monetaria europea. La transición al euro se ha desarrollado con mucha mayor fluidez de lo que hubiera cabido esperar, y la mayor parte de los billetes nacionales se había retirado de la circulación con bastante antelación al 1 de marzo, fecha en la que las monedas nacionales de los países de la zona del euro ya no eran de curso legal en ninguno de estos países. Desearía expresar mi más sincero agradecimiento a todos los ciudadanos de la zona, que han aceptado el nuevo euro con entusiasmo, así como a los agentes económicos y financieros que han contribuido al éxito del proceso de canje. Tres años después de la adopción del euro, la introducción de los billetes y monedas lo ha convertido, finalmente, en una realidad tangible para más de 300 millones de ciudadanos de la zona.

El cambio de moneda se realizó tras un año en el que la inflación de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), había sido del 2,5%, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel

del 2000. El ligero aumento de la inflación registrado el año pasado se debió, principalmente, a la evolución de los componentes más volátiles del IAPC, es decir, los alimentos no elaborados y la energía. La repercusión del incremento de los precios energéticos y de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro en el año 2000, así como de las consecuencias sobre los precios de los alimentos no elaborados derivados de las enfermedades de la cabaña ganadera que se propagaron en varios países de la zona, son algunos de los principales factores que contribuyeron a la elevación de la tasa de inflación, que alcanzó su valor máximo en mayo del 2001 (3,4%) y descendió progresivamente, hasta el 2% en diciembre. Este cambio de tendencia se debió, fundamentalmente, a la desaparición gradual de los factores que habían generado presiones inflacionistas a finales del 2000 y en los primeros meses del 2001. A comienzos del 2002, la inflación creció levemente, como consecuencia de efectos de base, del aumento de los impuestos indirectos en algunos países y de las desfavorables condiciones climatológicas. Sin embargo, el efecto de la introducción del euro en la evolución de los precios parece haber sido mínimo o prácticamente inapreciable.

A lo largo del pasado año, los riesgos para la estabilidad de precios disminuyeron de forma paulatina. La situación económica de la zona del euro empeoró como resultado de la desaceleración de la economía mundial, que comenzó a manifestarse a finales del 2000. Los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos aumentaron la incertidumbre y prolongaron la recesión económica. En un contexto de reducción de los riesgos inflacionistas en la zona del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió, en cuatro ocasiones durante el curso del año pasado, recortar los tipos de interés oficiales, en un total de 150 puntos básicos. Desde el 8 de noviembre de 2001, el Consejo de Gobierno no ha vuelto a modificar los tipos de interés oficiales, que están en un nivel adecuado para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, con un tipo mínimo de puja del 3,25%. Si bien el crecimiento interanual de M3 alcanzó cotas altas a

finales del 2001, no se consideró que ello supusiera una amenaza para las perspectivas de estabilidad de precios de la zona del euro. Más bien habría que situar esta evolución en el contexto del elevado grado de incertidumbre reinante en los mercados financieros en el segundo semestre del 2001. A finales del año se observaron los primeros indicios de reactivación de la actividad económica de la zona del euro. Aunque, en la presente coyuntura, persiste cierta incertidumbre en cuanto a la intensidad de la recuperación económica, en la zona del euro se dan las condiciones necesarias para que tenga lugar dicha recuperación.

El empeoramiento de la situación económica a lo largo del año 2001, unido a los factores que habían elevado transitoriamente la tasa de inflación en los primeros meses de ese año, representó un desafío considerable para la ejecución de la política monetaria de la zona del euro. No obstante, el 2001 terminó con la perspectiva de que la inflación retornaría en breve a niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE, es decir, un incremento interanual de la tasa de inflación inferior al 2%, y previsiones positivas que apuntan a un mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

A este respecto, el nivel de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro indica que los mercados financieros confían en la determinación y la capacidad del BCE para mantener la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Por otro lado, varios indicadores de las expectativas de inflación de los agentes económicos han mostrado claramente que la credibilidad del BCE en lo que se refiere al mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo es muy alta. Ello se refleja, a su vez, en los niveles relativamente bajos de incertidumbre respecto a la inflación que se registran en la zona del euro, como puede observarse, por ejemplo, en la reducción estructural de las primas de riesgo de inflación de la zona, que ilustra, de manera muy convincente, los beneficios económicos reales que la zona ha obtenido gracias a la aplicación coherente, a lo largo de los años, de políticas orientadas hacia la estabilidad.

La recesión económica que sufrió la zona del euro en el 2001 también planteó dificultades para la política fiscal. El déficit presupuestario medio de los países que han adoptado el euro aumentó en el 2001, hasta el 1,3% del PIB, como consecuencia tanto del funcionamiento de los estabilizadores automáticos como de la introducción de importantes recortes impositivos en algunos países de la zona. Ha sido la primera vez que, desde el año 1993, la situación presupuestaria general de la zona del euro se ha deteriorado. Por consiguiente, la mayoría de los países no pudieron alcanzar los objetivos fijados en sus programas de estabilidad, presentados a finales del 2000, cifrándose el incumplimiento en un 0,7% del PIB, en promedio. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento permite, en principio, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos si el crecimiento económico se desvía de su tasa tendencial. Si los países han conseguido a medio plazo un presupuesto equilibrado o con superávit, es muy improbable que, como consecuencia de fluctuaciones normales del ciclo económico, se produzca un déficit presupuestario superior al umbral del 3% del PIB establecido en el Tratado. Por ello es tan importante que los países que todavía no han logrado un presupuesto equilibrado o con superávit en el medio plazo intenten conseguirlo lo más rápidamente posible. En este sentido, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue objeto de debate durante el pasado año y a principios del actual, aunque siguió siendo efectivo. Si los países no cumplieran los objetivos del Pacto y no aprovecharan la recuperación económica para mejorar sustancialmente su situación presupuestaria, la credibilidad de la política fiscal de la zona del euro se vería seriamente dañada, lo que no sólo tendría consecuencias negativas para el crecimiento económico a medio plazo, sino que dificultaría también el mantenimiento de la estabilidad de precios, tarea encomendada a la política monetaria.

En el año 2001 se celebró también el décimo aniversario de la conclusión de las negociaciones sobre el Tratado de la Unión Europea. El marco de política macroeconómica definido en el Tratado ha sido sumamente útil

para la Unión Europea y la zona del euro. Tras la desafortunada experiencia de los años setenta y ochenta, los autores del Tratado llegaron a la conclusión de que la política fiscal y la política monetaria no deberían orientarse al ajuste de la actividad económica, sino más bien a la creación de un entorno macroeconómico estable, como única manera de contribuir de forma duradera al crecimiento económico. Por este motivo, el objetivo de la política monetaria debe ser el mantenimiento de la estabilidad de precios, mientras que la política fiscal debe centrarse en lograr el saneamiento de las finanzas públicas.

En este sentido, la única vía para incrementar la tasa de crecimiento potencial de la zona del euro, que el BCE estima entre el 2% y el 2,5% anual, consiste en adoptar reformas estructurales destinadas a mejorar el funcionamiento de los mercados. Una mayor flexibilidad del mercado de trabajo y el mantenimiento de la moderación salarial son también factores cruciales para reducir la tasa de paro inaceptablemente alta del 8,3% registrada en el 2001. A lo largo del año se adoptaron varias iniciativas, especialmente en relación con los mercados de productos, algunas de las cuales tuvieron su origen en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo del 2000, en el que se resaltó la importancia de las reformas estructurales para fomentar el crecimiento económico y reducir el desempleo en la Unión Europea. No obstante, es necesario impulsar los avances realizados en estos ámbitos. De hecho, el principal desafío que deberán afrontar la Unión Europea y la zona del euro en los próximos años es lograr progresos significativos en la aplicación de estas reformas.

La sustitución de las monedas nacionales por el euro plantea importantes cuestiones en cuanto a la distribución de los ingresos monetarios del Eurosistema, es decir, el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que desempeñan colectivamente las funciones de banco central para el conjunto de la zona. En este contexto, en diciembre del 2001, el Consejo de Gobierno adoptó una decisión sobre la emisión de billetes denomi-

nados en euros y la asignación de ingresos monetarios, por la que, a partir del 2002, el BCE emitirá el 8% de la cantidad total de billetes en euros y el 92% restante será emitido por los BCN del Eurosistema, según su participación en el capital del BCE. El señoreaje que obtengan los BCN con la emisión de estos billetes se incluirá en los ingresos monetarios, que se centralizarán y redistribuirán de conformidad con lo dispuesto en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. Para atenuar sus repercusiones sobre la situación financiera relativa de los BCN, el nuevo régimen se introducirá progresivamente durante un período transitorio, que concluirá en el año 2007. A partir del 2008, el total de los ingresos monetarios obtenidos se distribuirá entre los BCN en función de su participación en el capital del BCE.

A finales del 2001, el número de empleados del BCE, procedentes de los quince Estados miembros, ascendía a 1.043, frente a los 941 del año anterior. El número total de puestos de trabajo presupuestados fue de 1.118,5, mientras que el presupuesto del BCE para el 2002 contempla la posibilidad de incrementar esta cifra ligeramente por encima de 1.150 personas a lo largo del año. A la luz de la experiencia acumulada durante los primeros tres años y medio de vida del BCE, se han realizado diversos cambios en el organigrama. Para conseguir una mayor sinergia entre las unidades de gestión, el Comité Ejecutivo del BCE decidió modificar las competencias de algunos de sus miembros. Además, se introdujeron cambios en las funciones de las unidades de gestión del BCE, que han quedado reflejados en su nuevo organigrama.

En el año 2001, el BCE cerró el ejercicio con un beneficio neto de 1.822 mm de euros.

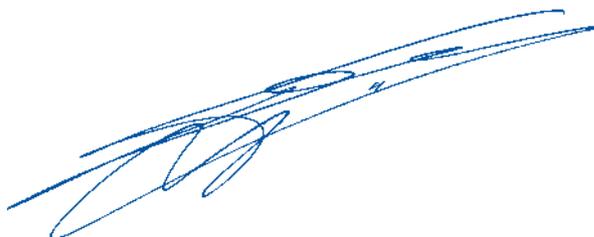
En el presente Informe Anual se resumen las actividades del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Eurosistema en el año 2001. También se ofrece información sobre la política monetaria aplicada durante ese año y a comienzos del 2002, y se trata con especial atención las muchas cuestiones, algunas de

carácter técnico, que se han planteado al establecer y consolidar el Eurosistema como “banco central” de la zona del euro.

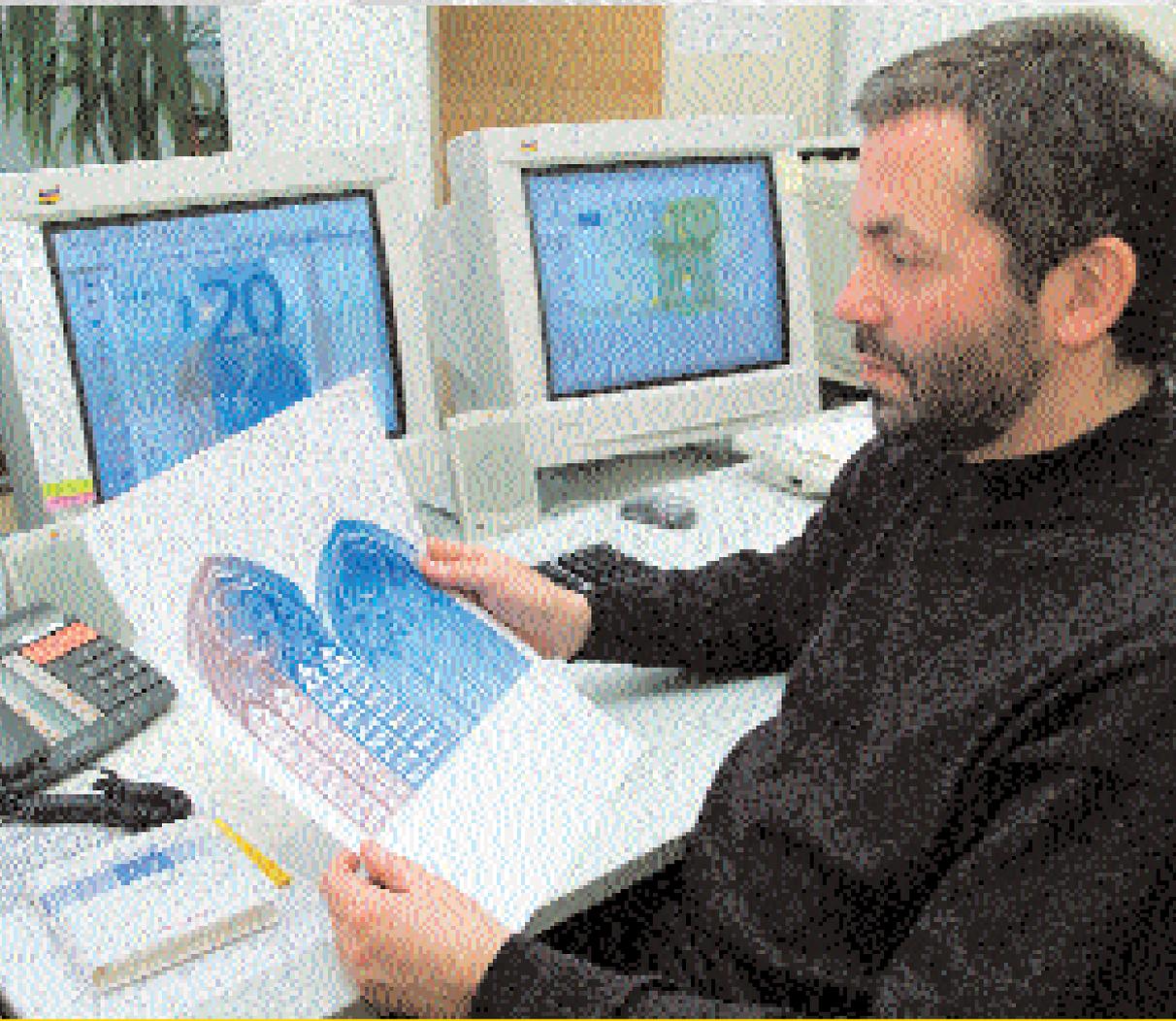
Desearía terminar este prólogo refiriéndome de nuevo al acontecimiento histórico con que concluyó el pasado año y que marcó el inicio del actual. Ciertamente, la introducción de los billetes y monedas en euros no sólo representa la fase final del proceso de integración monetaria, sino que, además, puede dar un nuevo impulso a la integración económica y financiera de Europa. En primer lugar, la mayor transparencia de los precios, como consecuencia de la introducción de la nueva moneda, fomentará los intercambios comerciales entre los países de la zona y, por ende, la competencia. En segundo lugar, los ciudadanos serán más conscientes de que el mercado único no es todavía una realidad plena, ya que siguen existiendo trabas de carácter normativo, administrativo y jurídico, que obstaculizan el comercio de bienes, la prestación de servicios transfronterizos y la movilidad de los trabajadores. Por consiguiente, la introducción del euro, uno de cuyos objetivos era “coronar” la implantación del mercado único, ayudará a hacer patentes estas trabas y propiciará la adopción de medidas para eliminarlas. De hecho, ahora que los gobiernos de la zona del euro han renunciado voluntariamente a sus respectivas monedas nacionales y que los ciudadanos van a poder cosechar los beneficios económicos del uso de una moneda única en un espacio económico ampliado,

estos mismos ciudadanos desearán saber cómo es posible contar con una moneda única y no eliminar otras barreras que se alzan entre los países de la zona. En otras palabras, la integración europea podría dejar de ser un proceso “desde arriba hacia abajo”, impulsado por los políticos y los expertos, para convertirse en un proceso “desde abajo hacia arriba”, iniciado por los ciudadanos europeos. Es muy poco frecuente que los responsables de los bancos centrales puedan participar en acontecimientos, como el de la transición al euro, capaces de remodelar profundamente las sociedades y las economías. He tenido el gran privilegio de presidir el Eurosistema mientras se desarrollaban estos acontecimientos, y me gustaría aprovechar esta oportunidad para expresar mi agradecimiento y comunicar mi satisfacción a los miles de compañeros del BCE y de los BCN que han hecho que el solemne compromiso asumido en Maastricht por las naciones europeas se convierta en una realidad cotidiana.

Fráncfort del Meno, marzo del 2002



Willem F. Duisenberg



Austria: **Grabado de una moneda de euro con una máquina reductora.**

Capítulo I

Evolución económica y política monetaria

I Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2001

En el año 2001, la política monetaria se llevó a cabo en un entorno difícil. Una de las tareas más complejas del Consejo de Gobierno del BCE fue la evaluación pronta y fiable del cambio gradual en las perspectivas de crecimiento en la zona del euro; cambio que provenía, principalmente, de la ralentización experimentada por la economía global, así como del impacto de las alzas de los precios del petróleo y de los productos alimenticios sobre la renta real disponible. La dificultad de esta tarea se vio reforzada por la perturbación global que supusieron los atentados terroristas del 11 de septiembre contra Estados Unidos, que trajeron consigo un aumento de la incertidumbre y agravaron la ralentización económica que se estaba iniciando en la economía mundial y en la de la zona del euro. La gestión de la política monetaria se vio aún más complicada a causa de las presiones inflacionistas a corto plazo relacionadas con los efectos retardados de los aumentos de los precios de las importaciones durante el año 2000, y con el impacto sobre los precios de los alimentos sin elaborar de la enfermedad de la cabaña ganadera a principios del 2001. En este contexto, las decisiones del Consejo de Gobierno encaminadas al mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo se basaron en la evaluación de las perspectivas económicas en el contexto de los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE.

A principios del 2001, los tipos de interés oficiales del BCE eran los vigentes desde el 5 de octubre del 2000, momento en que el Consejo de Gobierno había decidido aumentarlos en 25 puntos básicos. En aquella ocasión, y en consonancia con la evaluación que apuntaba hacia la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema aumentó hasta el 4,75%, y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito aumentaron hasta el 3,75% y el 5,75%, respectivamente (véase gráfico 1). Reflejando el aumento de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de

cambio del euro en 1999 y la mayor parte del 2000, la inflación se había mantenido, durante varios meses, por encima de los niveles compatibles con la estabilidad de precios. La mayoría de las previsiones disponibles en aquel momento preveían que el crecimiento continuase vigoroso, tanto en la zona del euro como en el resto del mundo, lo cual aumentaba el riesgo de que el aumento de la inflación tuviese efectos perdurables sobre la estabilidad de precios, vía efectos secundarios sobre los salarios. Además, la evolución de los agregados monetarios y crediticios indicaba riesgos de presiones inflacionistas al alza en un contexto de crecimiento aún vigoroso.

A lo largo del 2001, el riesgo para la estabilidad de precios fue evolucionando gradualmente a la baja. En lo que se refiere al primer pilar, el crecimiento de M3, que había empezado ya a declinar a lo largo del 2000, continuó su descenso a principios del 2001. Esta desaceleración se debía principalmente a una ralentización considerable de la expansión de los componentes más líquidos de M3, lo que reflejaba también el impacto del aumento gradual de los tipos de interés oficiales del BCE a partir de noviembre de 1999. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado disminuyó también a partir de principios del 2001. La moderación observada en la evolución de los agregados monetarios y crediticios indicaba que los riesgos para la estabilidad de precios se estaban equilibrando por el lado monetario.

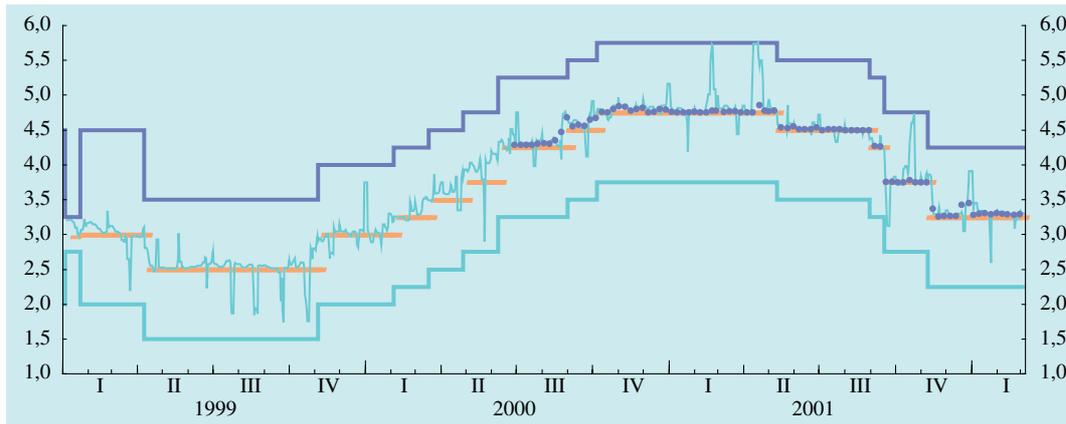
A finales del 2000 se habían percibido también los primeros indicios de que las cifras oficiales de crecimiento monetario estaban distorsionadas al alza por la inclusión en M3 de instrumentos negociables en poder de no residentes en la zona del euro. Una cuantificación aproximada de tales distorsiones, disponible poco antes de la primera reunión del Consejo de Gobierno de mayo del 2001, sugería que la magnitud del fenómeno era significativa, que había estado creciendo en el tiempo y que era mayor de lo esperado, habiendo llegado a añadir hasta un punto por-

Gráfico I

Tipos de interés del BCE y del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

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



Fuente: BCE.

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

centual a la tasa de crecimiento interanual de M3. Teniendo en cuenta estos factores, parecía que el crecimiento de M3 había sido menos pronunciado de lo que se había creído anteriormente, y las primeras estimaciones situaban el crecimiento corregido de M3, ya desde finales del 2000, a niveles por debajo del valor de referencia del 4,5%. (Estas distorsiones de las estadísticas oficiales sólo pudieron eliminarse por completo en noviembre del 2001).

En cuanto al segundo pilar, a finales del 2000 la economía global mostraba algunos indicios de debilidad, especialmente los primeros signos de ralentización en Estados Unidos y un empeoramiento de la situación de la economía japonesa, factores ambos que estaban dando lugar a un crecimiento de la incertidumbre respecto de las perspectivas de crecimiento de otras regiones del mundo. Los primeros indicios de que la economía de la zona del euro se estaba viendo afectada por dichos factores se manifestaron en los sectores más abiertos al entorno exterior. El crecimiento de la producción industrial

comenzó a declinar desde principios del 2001 y todos los análisis disponibles sobre la situación económica apuntaban también a una cierta ralentización de la actividad económica en los primeros meses del 2001. Al mismo tiempo, se esperaba que el consumo se mantuviese, dado el fuerte crecimiento del empleo y los recortes fiscales implementados en varios países. En conjunto, aunque resultaba cada vez más evidente que el crecimiento real del PIB se estaba ralentizando en la zona del euro, las previsiones provenientes de diversas instituciones disponibles a principios del 2001, así como las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, seguían previendo una disminución del crecimiento del PIB real de la zona del euro hacia niveles aproximadamente en consonancia con el crecimiento potencial tendencial. Dadas las perspectivas económicas internacionales, los riesgos de dichas proyecciones apuntaban crecientemente a la baja.

Un factor adicional que contribuía a contener las perspectivas de crecimiento, y en especial del crecimiento del consumo privado, era el

incremento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro a principios del 2001, incremento que contrarrestaba el efecto positivo del aumento de la renta disponible para las familias de la zona del euro proveniente de la reducción de los impuestos directos en varios países de la zona del euro a finales del 2000 y principios del 2001. La tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC, que se situaba en el 2,4% en enero del 2001, aumentó hasta un máximo del 3,4% en mayo del 2001. Este aumento se debía, principalmente, a aumentos inesperados de los precios de los alimentos sin elaborar, relacionados con la aparición de la enfermedad que afectó a la cabaña ganadera de un buen número de países de la zona del euro, así como a los efectos retardados de los aumentos pasados de los precios del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio del euro, que habían acabado repercutiendo sobre los precios industriales. A consecuencia de estos efectos indirectos, la inflación medida por el IAPC, excluyendo los alimentos sin elaborar y la energía, mostraba también una gradual tendencia al alza a principios del 2001. Estos aumentos de los precios en la zona del euro fueron motivo de una cierta preocupación para las autoridades monetarias, ya que implicaban también riesgos al alza para las perspectivas de inflación a medio plazo, unos riesgos especialmente relacionados con sus potenciales efectos secundarios vía incrementos salariales.

No obstante, la preocupación suscitada por tales efectos secundarios potenciales se fueron disipando gradualmente, a medida que las previsiones para la economía de la zona del euro seguían deteriorándose. De hecho, el empeoramiento de las previsiones de crecimiento económico implicaba tanto unas presiones inflacionistas menores por el lado de la demanda interna, como unos menores riesgos de inflación por parte de los salarios. En este contexto, teniendo en cuenta el hecho de que el crecimiento de los salarios había mantenido hasta entonces una tónica de moderación, y que los nuevos datos provenientes de la revisión de las cifras de M3 indicaban un debilitamiento significativo del cre-

cimiento monetario, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión del 10 de mayo de 2001, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La actividad económica de la zona del euro siguió su senda de moderación en los meses siguientes. La desaceleración reflejaba principalmente la disminución de las exportaciones y de la inversión en la zona del euro a consecuencia de la ralentización global, y, al mismo tiempo, un crecimiento más débil del consumo. Además, las presiones a corto plazo sobre los precios se debilitaron también. En este contexto, a partir del segundo trimestre del 2001, el crecimiento de M3 se estabilizó, después de su disminución en el período anterior, retomando después su tendencia alcista. Sin embargo, existían diversas razones por las que dicho incremento no se consideró como un riesgo para la inflación. En primer lugar, parte del aumento del crecimiento de M3 reflejaba la mayor necesidad de saldos por motivo de transacciones por parte de los agentes para acomodar los incrementos previos de los precios de la energía y de los productos alimenticios. En segundo lugar, el fuerte crecimiento de M3 se produjo en una fase de curva de rendimientos relativamente plana, lo que aumentaba el atractivo relativo de las tenencias de activos a corto plazo respecto de los activos a largo plazo. En tercer lugar, existían razones para creer que la continuada caída de las cotizaciones observada a partir de la primavera del 2000 y la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros, había llevado a muchos inversores a reestructurar sus carteras a favor de activos seguros, más líquidos y a corto plazo, como los depósitos. Por último, conviene tener en cuenta que la alta tasa de crecimiento de las cifras oficiales de M3 seguían estando parcialmente distorsionada por las tenencias de instrumentos negociables por parte de no residentes en la zona del euro. Este conjunto de factores, junto con la continuación de la tendencia a la baja del crecimiento del crédito al sector privado, sugerían que la información disponible de conformidad con el primer pilar era coherente con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. En un

contexto de creciente debilidad aparente de la actividad económica y de unas menores presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 30 de agosto del 2001, reducir sus tipos de interés oficiales en otros 25 puntos básicos.

Los atentados terroristas contra Estados Unidos del 11 de septiembre del 2001 supusieron una perturbación importante para la economía mundial y una amenaza para el funcionamiento de los mercados financieros. Inmediatamente después de los atentados terroristas, el Eurosistema tomó medidas para asegurar el funcionamiento normal de los mercados financieros. Se ejecutaron varias operaciones de ajuste de mercado abierto encaminadas a proporcionar liquidez al sistema, operaciones que estabilizaron los mercados monetarios de la zona del euro en unos pocos días. Además, a través de un acuerdo de *swap* de tipos de cambio entre el BCE y el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Eurosistema contribuyó también a aliviar los déficit de liquidez en dólares estadounidenses de las entidades de crédito de la zona del euro (véase gráfico II).

Los atentados terroristas aumentaron la incertidumbre internacional y, por tanto, tenían la posibilidad potencial de reforzar la tendencia a la baja ya prevaleciente en la actividad económica. La debilidad del contexto internacional afectó adversamente a la demanda exterior de la zona del euro y supuso un freno para la inversión empresarial, al tiempo que la creciente incertidumbre tenía también un potencial de efectos negativos sobre el crecimiento del consumo. En estas circunstancias, con unas perspectivas de crecimiento que estaban ya debilitándose en la zona del euro antes de los atentados terroristas, los riesgos de ralentización del crecimiento económico aumentaron y se esperaba que las presiones inflacionistas siguiesen disminuyendo. En este contexto, después de una reunión extraordinaria celebrada por teleconferencia el 17 de septiembre, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos, en consonancia con una decisión

similar por parte del Comité de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal. Esta medida representaba una respuesta a unas circunstancias excepcionales y reflejaba la convicción del Consejo de Gobierno de que esta perturbación global común requería una respuesta pronta y concertada. Esta decisión reflejaba la evaluación de unas menores presiones inflacionistas en la zona del euro, y por ello, resultaba plenamente coherente con la estrategia de política monetaria del BCE.

En el siguiente período, la evidencia empírica disponible, especialmente la proveniente del segundo pilar de la estrategia de política monetaria del BCE, indicaba que lo probable era que las presiones inflacionistas siguiesen disminuyendo a medio plazo. A raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre, parecía cada vez más probable que la ralentización económica en la zona del euro fuese más prolongada y pronunciada de lo que anteriormente se esperaba. Se esperaba que la demanda exterior siguiese disminuyendo, y se consideraba probable que la incertidumbre generada por los atentados terroristas retrasase la recuperación de la inversión en la zona del euro y afectase negativamente al consumo interno privado. Todos estos elementos apoyaban la expectativa de una actividad económica que se mantendría moderada en la segunda mitad del 2001, así como de un crecimiento débil del PIB real a principios del 2002.

Al mismo tiempo, se iba diluyendo gradualmente el impacto de las perturbaciones sobre el nivel de precios provenientes de los aumentos de los precios del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio del euro en 1999 y 2000, así como de los precios de los productos alimenticios de principios del 2001. En consecuencia, el IAPC disminuyó gradualmente a finales del 2001. Era de esperar que esta disminución de las presiones inflacionistas contribuyese a la estabilización de las expectativas inflacionistas, a medida que se demostraba que los aumentos previos de la inflación eran temporales. Se esperaba que esta evolución, junto con la ralentización de la actividad económica, sirviese, a su vez, para sostener la moderación salarial.

Esta evaluación era coherente con el análisis proveniente de los datos monetarios. A raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre se produjo una fuerte aceleración de M3, pero se consideraba que ésta era reflejo, en gran medida, de la reestructuración de las carteras de los inversores privados, que abandonaban los títulos de renta variable y otros activos financieros a largo plazo a favor de los activos más líquidos a corto plazo, relativamente más seguros, incluidos en M3. Esta reestructuración de carteras era considerada como una respuesta natural por parte de los individuos a la creciente incertidumbre reinante en los mercados financieros y, por tanto, el Consejo de Gobierno consideraba que tendría tan sólo un efecto temporal sobre el crecimiento de M3, y que no era indicativa de futuras presiones inflacionistas. Esta evaluación se veía apoyada por el hecho de que el crecimiento interanual del crédito al sector privado seguía en disminución. En este contexto, el 8 de noviembre, el Consejo de Gobierno tomó la decisión de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en otros 50 puntos básicos. A raíz de esta decisión, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,25%, y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito en el 2,25% y el 4,25%, respectivamente.

Además, en la reunión celebrada el 8 de noviembre, el Consejo de Gobierno decidió que, por regla general, en lo sucesivo evaluaría la política monetaria del BCE y se tomarían las decisiones referentes a los tipos de interés, únicamente en su primera reunión de cada mes. El Consejo de Gobierno anunció que la segunda reunión de cada mes se centraría sobre temas relacionados con las demás tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema.

En la reunión del 6 de diciembre, el Consejo de Gobierno realizó su revisión habitual del valor de referencia de M3 y confirmó el valor del 4,5% para el agregado amplio M3. Esta decisión se basaba en la definición de estabilidad de precios del BCE, y en el mantenimiento sin cambios para la zona del euro de

los supuestos de un crecimiento de la producción potencial del 2-2,5% anual y de una disminución tendencial de la velocidad de circulación de M3 del 0,5-1% anual. Se recordaba, en ese momento, que el concepto de valor de referencia es un concepto a medio plazo, que las desviaciones temporales de M3 respecto de los niveles coherentes con sus determinantes a largo plazo pueden manifestarse ante acontecimientos económicos extraordinarios, y que la vigorosa evolución del crecimiento de M3 a finales del 2001 debería evaluarse a la luz de estas consideraciones. Dicha evolución se produjo en un contexto económico y financiero caracterizado por una alta incertidumbre y no debería por tanto, considerarse como indicio de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Se recordaba también que, en caso de que la incertidumbre económica y financiera prevaleciente se redujese, debería realizarse un cuidadoso seguimiento de cualquier exceso de liquidez persistente en la economía, por si pudiera entrañar riesgos para la estabilidad de precios.

A finales del 2001 y principios del 2002, la información que iba apareciendo confirmaba las expectativas anteriores del Consejo de Gobierno respecto de las perspectivas económicas en la zona del euro y, por consiguiente, confirmaba también las decisiones de política monetaria tomadas hasta entonces con un horizonte temporal amplio. El crecimiento del PIB real se acercaba a cero en el tercer trimestre del 2001, y varios indicadores apuntaban hacia una actividad económica débil en el cuarto trimestre del 2001 y principios del 2002. Al mismo tiempo, se esperaba que el crecimiento económico mejorara, en general, a lo largo del 2002. Estas expectativas se veían reflejadas en las previsiones disponibles de los organismos internacionales, así como en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema que se publicaron en diciembre del 2001. Varios factores apoyaban estos puntos de vista. El primero y más importante era que no existían en la zona del euro desequilibrios importantes que hubiesen requerido un largo proceso de ajuste. Dado que se esperaba que la incertidumbre

que afectaba a la economía mundial fuese disminuyendo en el tiempo, se consideraba que los sólidos fundamentos económicos sobre los que descansaba la economía de la zona del euro, junto con las favorables condiciones financieras prevalecientes en la zona, proporcionarían una base sólida para sostener la recuperación. Además, se preveía que la continuada disminución de la inflación de precios de consumo afectaría positivamente a la renta disponible, lo que sostendría la demanda interna. En conjunto, aunque el ritmo y vigor

de la recuperación permanecían inciertos, la evidencia disponible a principios del 2002 indicaba que podría producirse un afianzamiento de la actividad económica.

A principios del 2002, la información disponible, incluyendo todas las previsiones disponibles y las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, apoyaban el punto de vista de que la inflación medida por el IAPC se estabilizaría a medio plazo en niveles bastante inferiores al 2%.

2 Evolución monetaria y financiera

2.1 Evolución monetaria

Fuerte aumento del crecimiento de M3 relacionado con factores específicos

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 fue, en el 2001, del 5,5% por término medio, en comparación con un crecimiento medio del 4,9% en el 2000. Sin embargo, después de una ralentización sustancial entre la primavera del 2000 y principios del 2001, el crecimiento de M3 aumentó significativamente a lo largo del 2001, desde un mínimo del 3,8% en marzo hasta el 8% en diciembre (véase gráfico 2). Este considerable aumento del crecimiento de M3 significaba que la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 se situaba por encima del valor de referencia del 4,5% a partir del segundo trimestre del año. La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 correspondientes al período comprendido entre octubre y diciembre del 2001 era del 7,8%, en comparación con el 4,1% del mismo período del año 2000.

Este fuerte aumento del crecimiento de M3 a lo largo del 2001 puede relacionarse con varios factores: el aumento de los precios de la energía y los productos alimenticios aumentó la demanda de dinero de los agentes económicos por el motivo de transacción, y la aceleración de M3 puede considerarse, en parte, como un proceso de ajuste, después

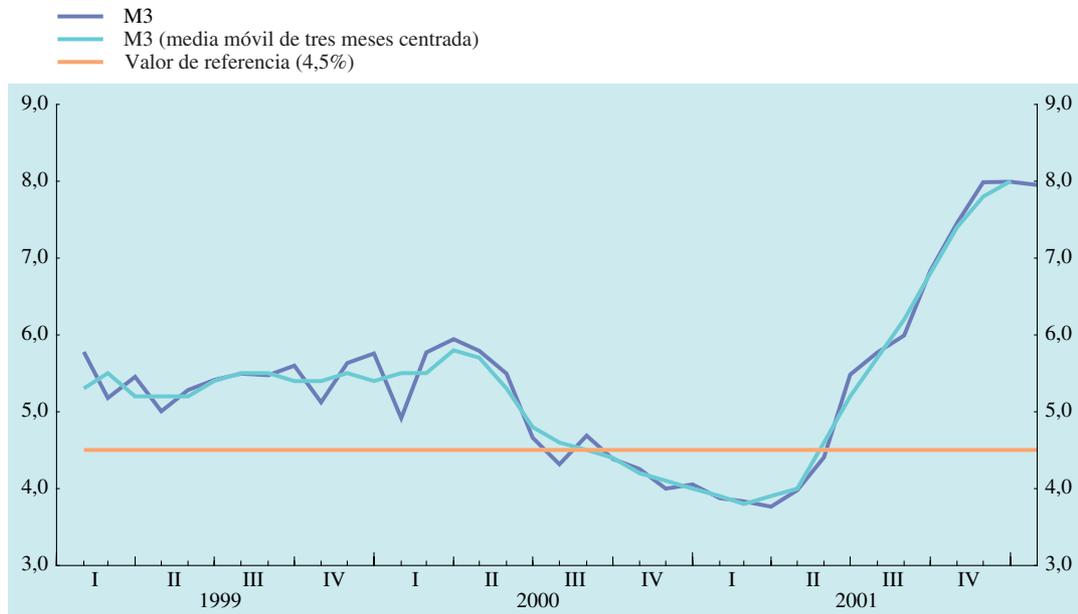
del limitado crecimiento monetario de finales del 2000 y principios del 2001.

La influencia de estos dos factores puede ilustrarse a través de medidas de la liquidez tales como la brecha monetaria nominal y real. En el gráfico 3, la medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que implicaría un crecimiento monetario coherente con el valor de referencia desde diciembre de 1998 (tomado como período base). La medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 deflactado con el IAPC y el nivel de M3 en términos reales que implicarían el crecimiento potencial de la producción a medio plazo y la tendencia de la velocidad de circulación de M3. A la hora de interpretar las brechas nominal y real, conviene tener en cuenta que la elección del período base es, hasta cierto punto, arbitraria. Como puede verse en el gráfico 3, entre principios del 2000 y el segundo trimestre del 2001, se registró una discrepancia creciente entre ambas medidas, que provenía de un aumento de la tasa de inflación durante dicho período como reflejo del aumento de los precios de la energía y los productos alimenticios. El aumento resultante del nivel general de precios, combinado con un débil crecimiento de M3, generaba unos bajos niveles de la brecha monetaria real a finales del 2000 y principios del 2001, lo que era indicio de que existía una deficiencia de M3 en tér-

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanuales, ajustadas de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

minos reales en dicho período. Parte del aumento del crecimiento de M3 en el 2001 ha de relacionarse probablemente, por tanto, con un efecto de recuperación y con la mayor demanda, por el motivo de transacción, de los saldos necesarios para devolver las tenencias nominales de dinero a los niveles deseados.

Un factor adicional que llevó, en el 2001, al aumento de la preferencia por la liquidez de los inversores de la zona del euro distintos de IFM fue, al menos hasta agosto, una curva de rendimientos relativamente plana. En consecuencia, el atractivo relativo de los activos a más corto plazo, que se remuneran a tipos de interés cercanos al tipo de interés del mercado monetario, siguió siendo alto durante la mayor parte del 2001, en comparación con el de los activos a más largo plazo. Aunque el diferencial de rendimientos se fue ampliando gradualmente a partir del verano del 2001, a raíz de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE, la correspondiente disminución de los tipos de interés de mercado a corto plazo redujo el coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en M3, especialmente el de aquellos

que tienen una remuneración baja o nula, tales como los depósitos a un día, en comparación con otros activos a corto plazo no incluidos en M3 (por ejemplo, las letras del Tesoro), lo que constituía otro factor subyacente al alto crecimiento de M3 a finales del 2001.

Por último, la evolución económica a lo largo del 2001 parece haberse visto influida por la evolución del mercado de valores. La persistente debilidad de los mercados de valores internacionales entre marzo del 2000 y septiembre del 2001 parece haber llevado a un aumento gradual de la aversión al riesgo por parte de unos inversores poco dispuestos a aceptar mayores pérdidas en los mercados de valores. Esto, a su vez, generó una reasignación de carteras por parte de los inversores de la zona del euro distintos de IFM, en detrimento de los valores de renta variable y a favor de activos de bajo riesgo. Posteriormente, el considerable aumento de la incertidumbre en los mercados de valores a raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre llevó también a un fortalecimiento de la demanda de activos líquidos y seguros.

En conjunto, la combinación de los factores mencionados sugería que no debería concederse demasiada importancia a la vigorosa expansión monetaria observada en el 2001. En la medida en la cual dichos factores fuesen de naturaleza temporal, no deberían considerarse como indicio de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Si se considera la evolución de los componentes de M3 con más detalle, la tasa de variación interanual del efectivo en circulación disminuyó significativamente en el 2001 (véase cuadro I). Esta evolución reflejaba, en gran medida, el efecto al alza del inminente proceso de transición al euro (véase recuadro I para más detalles). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, después de haberse mantenido moderada en los primeros cuatro meses del 2001, aumentó significativamente con posterioridad, especialmente en la segunda mitad del año. Al igual que ocurría con M3, el aumento del crecimiento de los depósitos a la vista puede considerarse, en parte, como un efecto

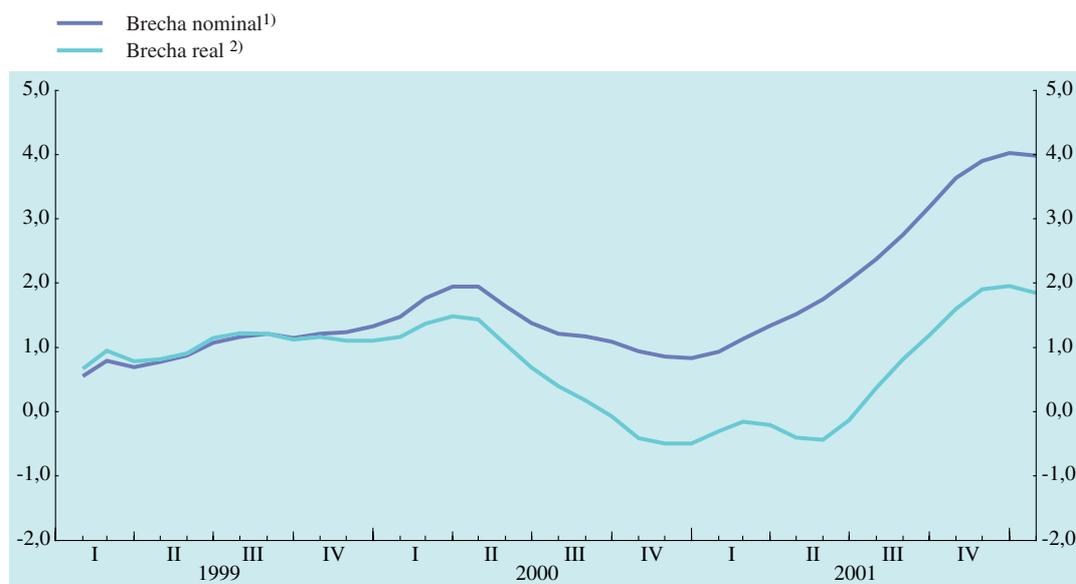
de recuperación, que seguía a un débil crecimiento anterior, y como un ajuste a un nivel general de precios más alto, especialmente porque se trata de componentes muy líquidos que están estrechamente relacionados con las transacciones. Además, existen indicios de que las anteriores tenencias de efectivo pueden haberse convertido, en gran parte, en tenencias de depósitos a la vista. Este fuerte aumento de los depósitos a la vista, especialmente a partir del mes de septiembre, se relacionaba también con la alta incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros, ya que los depósitos a la vista parecen haber sido utilizados por los inversores como un instrumento para mantener liquidez durante un período corto de tiempo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 aumentó también considerablemente, hasta el 20,9% en el último trimestre de 2001, en comparación con el 6,5% correspondiente al último trimestre del año anterior. Lo probable es que este aumento proviniera, principal-

Gráfico 3

Estimaciones de la brecha monetaria nominal y real

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



Fuente: BCE.

1) Desviaciones del saldo efectivo de M3 con respecto al nivel compatible con un crecimiento monetario acorde con el valor de referencia, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Brecha nominal menos desviación de los precios de consumo con respecto a la definición de estabilidad de precios, tomando diciembre de 1998 como período base.

Cuadro I

Componentes de M3

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales)

	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2002 Ene.
<i>Ajustados de efectos calendario y estacionales</i>						
M1	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
del cual: Efectivo en circulación	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
del cual: Depósitos a la vista	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2 – M1 (= otros depósitos a corto plazo)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
M2	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3 – M2 (= instrumentos negociables)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
M3 ¹⁾	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i>						
Efectivo en circulación	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Depósitos a la vista	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Depósitos a plazo hasta dos años	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Cesiones temporales	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

Fuente: BCE.

1) Serie ajustada de instrumentos negociables mantenidos por no residentes en la zona del euro.

mente, de las reestructuraciones de cartera debidas tanto a la evolución de los mercados de valores internacionales, como a la curva de rendimientos relativamente plana prevaliente en la zona del euro durante la mayor parte del año. Los instrumentos negociables son especialmente adecuados para mantener dinero, ya que son líquidos, entrañan poco riesgo y su remuneración está estrechamente relacionada con los tipos de interés de mercado, por lo que es normalmente más alta que la de los depósitos bancarios a corto plazo. Dentro de los instrumentos negociables, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en los fondos del mercado monetario fue particularmente fuerte en el último trimestre del 2001 (un 30,2% en comparación con el 1,8% en el último trimestre del 2000).

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó también en el 2001, continuando la tendencia creciente iniciada a principios del 2000. Sin embargo, este aumento oculta una evolución divergente entre los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con pre-

viso de hasta tres meses) y el resto de los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años). Mientras que la tasa de variación interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo se recuperó fuertemente (del -4,9% en el último trimestre del 2000, hasta el 5% en el último trimestre del 2001), se registró una significativa moderación de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que se produjo principalmente en la segunda mitad del año (del 12,6% en el último trimestre del 2000 al 6,9% en el último trimestre del 2001). Esta evolución reflejaba, a su vez, la evolución de los tipos de interés de los instrumentos incluidos en M3 que vieron alterado su atractivo relativo durante el 2001. De hecho, desde finales del 2000, el diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los depósitos a corto plazo y a los depósitos de ahorro a corto plazo cayó de 80 puntos básicos, hasta 60 puntos básicos en diciembre del 2001, lo que reflejaba el hecho de que los depósitos a plazo siguieron más estrechamente la caída gradual de los tipos de interés a corto plazo durante el 2001. En consecuencia, los depósitos de ahorro a corto plazo se hicieron más atractivos en términos relativos.

En enero del 2002, la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 7,9%, desde el 8% del año anterior. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 8% en el período comprendido entre noviembre del 2001 y enero del 2002, desde el 7,8% correspondiente al período comprendido entre octubre y diciembre del 2001. Este aumento, sin embargo, oculta una desaceleración en la evolución a corto plazo de M3 como muestra la disminución hasta el 8,1% de la tasa de crecimiento semestral anualizada, desde el 9,7% en noviembre del 2001 y el 8,7% en diciembre.

Ralentización del crédito al sector privado

El gráfico 4 proporciona una panorámica de la evolución de M3 y sus contrapartidas en el 2001. El gráfico muestra que el fuerte crecimiento de M3 estuvo acompañado de una disminución del crecimiento del crédito (aunque

éste se mantenía relativamente vigoroso), de un crecimiento moderado de los pasivos financieros a largo plazo, y de unos mayores activos exteriores netos. Todo ello contrasta fuertemente con la situación prevaleciente en 1999, cuando el crecimiento de M3 se produjo acompañado de un vigoroso crecimiento del crédito, un considerable aumento de los pasivos financieros a largo plazo y una fuerte disminución de la posición exterior neta de las IFM.

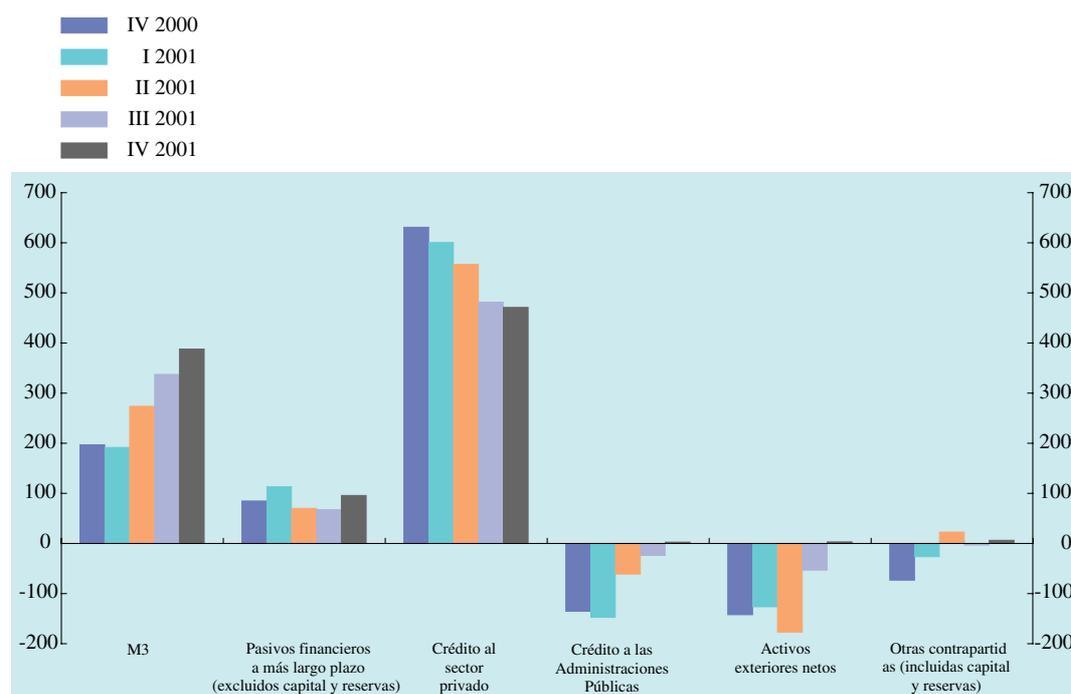
Al examinar esta evolución con más detalle, y empezando con la evolución del crédito, se observa que el crecimiento medio anual del crédito total concedido por las IFM a los residentes en la zona del euro disminuyó, en el 2001, hasta el 5,5%, desde la media de crecimiento anual del 7,1% registrada en el 2000, con una evolución distinta del crédito a las Administraciones Públicas y al sector privado.

El crédito a las Administraciones Públicas se recuperó vigorosamente a lo largo del 2001, mostrando tan sólo una pequeña disminución

Gráfico 4

Movimientos de M3 y de sus contrapartidas

(variaciones interanuales; mm de euros; sin ajustar de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

Cuadro 2

Contrapartidas de M3

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

	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2002 Ene.
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Depósitos a plazo a más de dos años	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Valores distintos de acciones a más de dos años	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
Crédito a residentes en la zona del euro	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
Crédito a las Administraciones Públicas	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Valores distintos de acciones	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Préstamos	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
Crédito a otros residentes en la zona del euro	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Valores distintos de acciones	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Acciones y participaciones	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Préstamos	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8
<i>Pro memoria: desagregación de los préstamos por sectores (fin de trimestre)¹⁾</i>						
<i>A sociedades no financieras</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>A hogares</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Crédito al consumo²⁾</i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Préstamos para compra de vivienda²⁾</i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Otros préstamos</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

Fuente: BCE.

1) Las tasas de crecimiento se calculan a partir de datos de flujos. Los sectores corresponden a las definiciones del SEC 95. Para más detalles, véanse la nota a pie de página del cuadro 2.5 en la sección "Estadísticas de la zona del euro" del Boletín Mensual y las notas técnicas pertinentes. Las diferencias entre algunos subtotales y sus componentes se deben al redondeo.

2) Las definiciones de crédito al consumo y de préstamos para compra de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

anual (del 0,5%) en el último trimestre del año, que contrasta con la fuerte disminución anual (del 7%) registrada en el último trimestre del 2000 (véase cuadro 2). Esta recuperación puede reflejar, en parte, un aumento de las necesidades financieras de las Administraciones Públicas de la zona del euro en su conjunto, en un contexto de empeoramiento de su equilibrio presupuestario.

Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado cayó, a lo largo del 2001, hasta el 6,9% en el último trimestre desde el 10,5% correspondiente al último trimestre del 2000, lo que reflejaba la significativa caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, desde el 9,6% del último trimestre del año anterior, hasta el 6,5% en el último trimestre del 2001. El desglose sectorial trimestral de los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro al sector privado no financiero muestra que, en el 2001,

disminuyó tanto el crecimiento de los préstamos a las empresas no financieras como los préstamos a las familias (véase cuadro 2). Dentro de los préstamos a las familias, se produjo una disminución especialmente destacada del crédito al consumo (del 7,8% en el último trimestre del 2000, hasta el 3,7% en el cuarto trimestre del 2001), lo que posiblemente era reflejo de un deterioro de la confianza del consumidor de la zona del euro, así como de la ralentización de la actividad económica durante el año. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda disminuyó del 8,6% del último trimestre del 2000 al 6,6% del cuarto trimestre del 2001. Esta disminución parece haber estado relacionada en parte, con unas condiciones menos boyantes en los mercados inmobiliarios de algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda seguía siendo vigorosa, lo que puede relacionarse con la caída, relativamente pronunciada, regis-

trada por los correspondientes tipos de interés a lo largo del año. En lo que se refiere a los préstamos concedidos a las empresas no financieras, la tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 6,3% en el cuarto trimestre del 2001, desde el 10,9% en el último trimestre del año anterior. Esta evolución se explicaba, en parte, por la moderación o cambio de tendencia de los factores especiales que, en el 2000, habían empujado al alza la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las empresas, factores tales como la fuerte actividad de fusiones y adquisiciones y la financiación de las licencias UMTS. Además, es probable que el debilitamiento del crecimiento económico haya representado un importante papel en la ralentización del crecimiento de los préstamos a las empresas.

El moderado crecimiento registrado por los pasivos financieros a largo plazo del sector IFM (excluyendo capital y reservas) proporciona evidencia empírica adicional sobre la reasignación de carteras en el 2001, anteriormente mencionada, a favor de activos incluidos en M3. La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a largo plazo (excluyendo capital y reservas) fue del 2,8% en el último trimestre del 2001, tasa excepcionalmente baja en términos históricos. Esta evolución reflejaba, en parte, el hecho de que la curva de rendimientos se mantuvo relativamente plana durante la mayor parte del 2001. Es probable que la reducción del diferencial entre el rendimiento de los pasivos financieros a largo plazo y la remuneración de los instrumentos a corto plazo haya reducido la demanda de pasivos financieros a largo plazo durante el año 2001. Además, las inestables condiciones en los mercados financieros, especialmente después de los atentados terroristas del 11 de septiembre, parecen haber contribuido a reducir la demanda de activos a largo plazo, aunque en los dos últimos meses del año, parece haberse observado una cierta recuperación, que podría estar relacionada con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos a partir del mes de agosto y con la normalización de la situación de los mercados financieros después de los atentados terroristas del 11 de septiembre.

Por último, la evolución de los flujos de activos exteriores netos del sector IFM experimentó un cambio significativo en el 2001. Después de la fuerte disminución de la posición exterior neta de las IFM de la zona del euro en 1999 y 2000 (de 196,6 mm de euros y 142,3 mm de euros, respectivamente), en el período de doce meses que finalizaba en diciembre del 2001, los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro aumentaron en 3 mm de euros. La significativa mejora de la posición exterior neta de las IFM reflejaba principalmente los fuertes flujos de entrada de fondos en la zona del euro, generados por entidades distintas de IFM, en el período comprendido entre junio y diciembre del 2001. Los datos de balanza de pagos sugieren que esta evolución reflejaba entradas netas en la zona del euro de una combinación de inversiones directas y de cartera y, en especial, dedicadas a valores de renta variable.

2.2 Mercados financieros

Continuó el crecimiento de las emisiones de valores de renta fija

El mercado de valores de renta fija emitidos por residentes en la zona del euro continuó creciendo en 2001, a un ritmo ligeramente superior que en 2000, con un aumento del saldo vivo de valores de renta fija por encima del 7%, entre finales de 2000 y finales de 2001, en comparación con un crecimiento justo por debajo del 7% registrado en 2000. Esta evolución en 2001 se sustentó en un crecimiento del 5,5% del saldo vivo de las emisiones de valores de renta fija a corto plazo, frente al 4% registrado en 2000, y un aumento del 7,3% del saldo vivo de emisiones a largo plazo, superior al 7% correspondiente a 2000. El total de emisiones siguió estando dominado por las de largo plazo, que representaban más del 90% del saldo vivo total a finales de 2001. Esta proporción se ha mantenido estable desde 1997. Al mismo tiempo, la emisión de valores de renta fija a corto plazo supuso el 75%, aproximadamente, de la emisión total bruta de 2001 y representó un gran incremento comparado con las cifras de la década de los noventa.

Recuadro I

Impacto de la introducción del euro en el efectivo en circulación y en M3

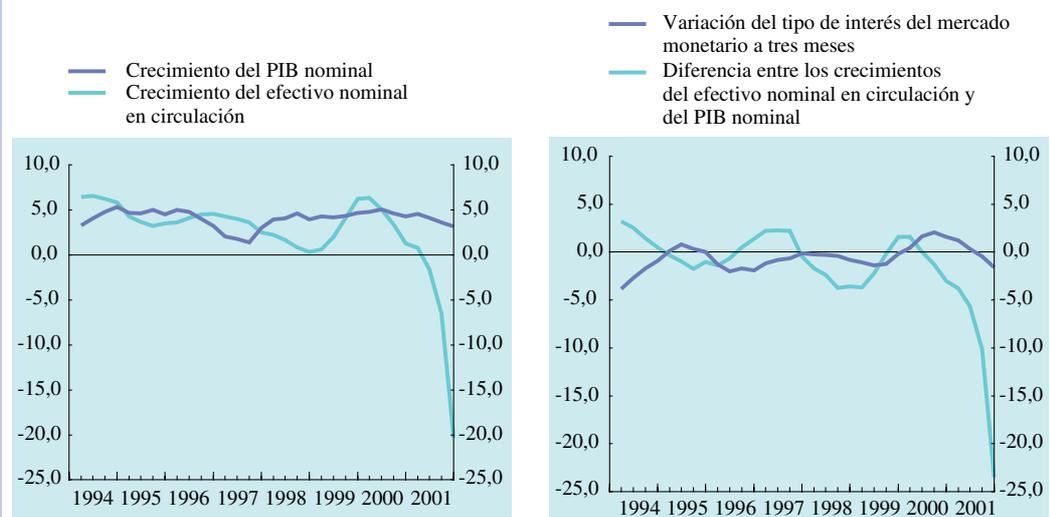
La evolución del efectivo en circulación durante el 2001 se vio fuertemente influida por la perspectiva de la introducción del euro el 1 de enero del 2002. De diciembre del 2000 a diciembre del 2001, el efectivo en circulación experimentó una disminución de -116 mm de euros, equivalente a una tasa de crecimiento interanual del -32,2%. Como muestra el gráfico siguiente, esta disminución es excesiva para ser explicada por la ralentización de la actividad económica. En dicho período de tiempo, pudo observarse una contracción del volumen del efectivo en circulación en 11 de los 12 países de la zona del euro.

En el análisis de la disminución del efectivo en circulación durante el 2001, es posible identificar dos períodos distintos: los tres primeros trimestres del año, y el cuarto trimestre. La fuente principal de la disminución del efectivo en circulación en los tres primeros trimestres del año fue, probablemente, el hecho de que los agentes económicos de la zona del euro estaban poniendo en circulación el dinero que tenían atesorado. Esto llevó, en especial, a una reducción de los billetes de alta denominación. Otro impacto adicional en este sentido provino del flujo de las entradas del extranjero de billetes denominados en las monedas nacionales que el euro venía a sustituir. Es probable que este efecto haya sido especialmente importante en Alemania, ya que la circulación del marco alemán fuera de la zona del euro era superior a la referente a las otras monedas. En realidad, se produjo una disminución de la circulación del marco alemán considerablemente mayor que la que afectó a las demás monedas reemplazadas por el euro. (La tasa de crecimiento interanual de los marcos en circulación fue, en diciembre del 2001, del -46,4%, en comparación con una tasa del -25% del resto de las monedas de los países de la zona del euro).

En el último trimestre del 2001, y especialmente en diciembre, la disminución del efectivo en circulación fue más generalizada, y afectó tanto a los billetes de alta denominación como a los de baja denominación. Es posible que, además de la reducción de los billetes nacionales atesorados y del flujo de entrada de billetes proveniente del extranjero, también disminuyesen, en cierta medida, las tenencias de efectivo por el motivo de transacción, anticipándose a la introducción del euro. Además, existe evidencia de que el flujo de entrada de billetes denominados en las antiguas monedas nacionales procedentes del extranjero, especialmente el de los billetes denominados en marcos alemanes, repuntó al alza hacia finales del 2001.

Efectivo en circulación, PIB y costes de oportunidad

(diferencias interanuales en puntos porcentuales o tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Existen indicios de que la reducción del efectivo en circulación durante el 2001 ha inducido importantes sustituciones entre el efectivo y los depósitos a corto plazo dentro de M3. En especial, el ritmo de crecimiento de los depósitos a la vista, que es un sustituto cercano del efectivo, aumentó durante el 2001. Así pues, puede suponerse que, a pesar de la masiva disminución del efectivo en circulación, el impacto de la introducción del euro sobre los agregados monetarios, especialmente sobre M3, fue pequeño.

Por último, la introducción del euro subraya la importancia tanto del uso del dinero como depósito de valor dentro de cada país, como de las tenencias de efectivo en circulación por parte de no residentes en la zona del euro. Los datos sobre la distribución de los billetes denominados en euros entre residentes y no residentes de que se dispuso a principios del 2002 pueden utilizarse como un primer indicador de la demanda de billetes en euros por parte de los no residentes. Los datos provenientes de los diferentes canales utilizados para la distribución inicial de billetes a no residentes en la zona del euro (distribución anticipada a través de los BCN nacionales, subdistribución anticipada, y distribución de billetes a través de las entidades de crédito de la zona del euro), sugieren que la distribución inicial de monedas y billetes a no residentes en la zona del euro alcanzó un volumen de 5 mm de euros a finales de diciembre del 2001, es decir, un 4% del volumen total distribuido. Los datos posteriores parecen indicar que la distribución de billetes a no residentes en la zona del euro alcanzó una cifra similar en enero del 2002.

La actividad emisora aumentó, en 2001, en todos los sectores excepto en las IFM. Tanto en términos de saldo vivo como de emisiones, el sector público y el sector IFM siguieron dominando el mercado de valores de renta fija denominados en euros, pero el crecimiento del mercado fue consecuencia de la continuación de las fuertes emisiones de títulos del sector privado no IFM (véase gráfico 5). La disminución de la actividad emisora del sector de IFM parece haberse debido, en gran parte, a una menor demanda de crédito por parte del sector no financiero, en un contexto de ralentización de la actividad económica, combinada con un aumento de los flujos de depósito en las IFM (véase sección 2).

El crecimiento interanual del saldo vivo total de valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas aumentó desde el 2,6% a finales de 2000 hasta el 3,6% a finales de 2001, reflejando un aumento de la toma de préstamos por parte del sector público en 2001, más por parte de las administraciones locales y regionales, que por parte de la Administración Central.

En cuanto al sector privado distinto de las IFM, el saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros aumentó un 18% aproximadamente durante 2001, en comparación con el 17% correspondiente a 2000, mientras

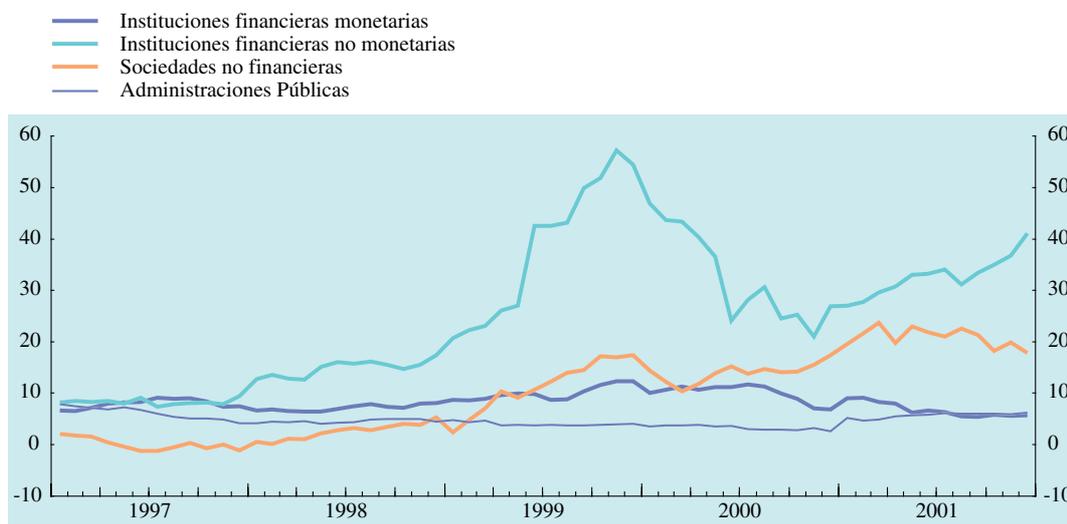
que la emisión de las entidades del sector privado distinto de IFM aumentó alrededor del 41% durante 2001, en comparación con el 28% del 2000. Este crecimiento alto y en aumento de la emisión de valores de renta fija en el sector privado distinto de las IFM se produjo en un contexto de crecimiento económico débil en la zona del euro y de ampliación general, durante 2001, de los diferenciales de los valores de renta fija del sector privado, especialmente de los emitidos por los emisores clasificados como de menor solvencia.

Esta fuerte emisión por parte de las entidades privadas que no son IFM se debió a una confluencia de factores. La reestructuración del sector empresarial de la zona del euro continuó a buen ritmo durante 2001, a pesar de una cierta ralentización en comparación con lo ocurrido en 1999 y la primera mitad de 2000. Los tipos de interés eran, asimismo, bajos en términos históricos. Parte del mayor recurso a la financiación por medio de valores de renta fija puede haberse debido también a unos resultados empresariales algo peores y a un cierto deterioro de las condiciones de financiación en los mercados de renta variable, debido a la alta volatilidad y a la baja de las cotizaciones en los mercados de valores durante 2001. Además, el círculo virtuoso generado por la introducción del

Gráfico 5

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Desde el 1 de enero de 2001, los datos de la zona del euro incluyen a Grecia.

euro, y por el cual el aumento de emisiones ampliaba el mercado lo que, a su vez, atraía más emisiones, continuó durante 2001, a medida que la mayor profundidad y liquidez del mercado mejoraba continuamente las condiciones de utilización de los mercados de capitales de la zona del euro por parte de los agentes privados. Durante 2001, el mercado atrajo un número continuamente creciente de emisores individuales, de forma que se amplió el conjunto de sectores industriales que confiaban en la financiación directa por medio de la emisión de valores de renta fija, aunque los emisores dominantes siguieron siendo, principalmente, el sector de telecomunicaciones y el sector del automóvil.

A consecuencia de estas tendencias, la proporción del saldo vivo de los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras aumentó del 9,8% a finales de 2000 hasta el 11,5% a finales de 2001, continuando la tendencia que había prevalecido durante los años anteriores (véase cuadro 3). La participación del sector IFM en el volumen de valores de renta fija denominados en euros disminuyó desde el 37,4% a finales de 2000 hasta el 36,5% a finales de 2001.

En consonancia, la proporción de los valores del sector público denominados en euros disminuyó ligeramente, desde el 52,9% a finales de 2000 hasta el 52,0% a finales de 2001.

La participación de la emisión bruta de valores de renta fija denominados en euros como porcentaje de la emisión en la totalidad de las monedas se mantuvo estable en algo menos del 93% durante 2001. El euro siguió siendo también una moneda atractiva para los emisores internacionales, y el saldo vivo de los valores de renta fija denominados en euros

Cuadro 3

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

(en porcentajes; fin del período)

	1998	1999	2000	2001
IFM	35,8	37,0	37,4	36,5
Sector privado distinto de las IFM	7,2	8,5	9,8	11,5
Sector público	57,0	54,5	52,9	52,0

Fuente: BCE.

Nota: Desde el 1 de enero de 2001, los datos de la zona del euro incluyen a Grecia.

emitidos por no residentes en la zona del euro aumentó alrededor del 17% durante 2001, situándose tan sólo ligeramente por debajo del alto porcentaje de crecimiento, del 26,3%, registrado durante 2000.

Los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron en el 2001 en consonancia con los tipos de interés del BCE

Los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron significativamente a lo largo de 2001, continuando la tendencia prevaleciente desde el otoño de 2000. Esta evolución reflejaba la disminución de los tipos de interés oficiales del BCE, que, a lo largo de 2001, experimentaron una reducción total de 150 puntos básicos que se llevó a cabo en cuatro ocasiones. Esta disminución de los tipos de interés del mercado monetario durante 2001 no fue plenamente anticipada por los mercados a principios del año. Esto puede verse por la diferencia, inferior a 20 puntos básicos, entre los tipos de interés a un mes y a doce meses a principios del año, lo que indicaba que los participantes en el mercado sólo esperaban una disminución moderada de los tipos de

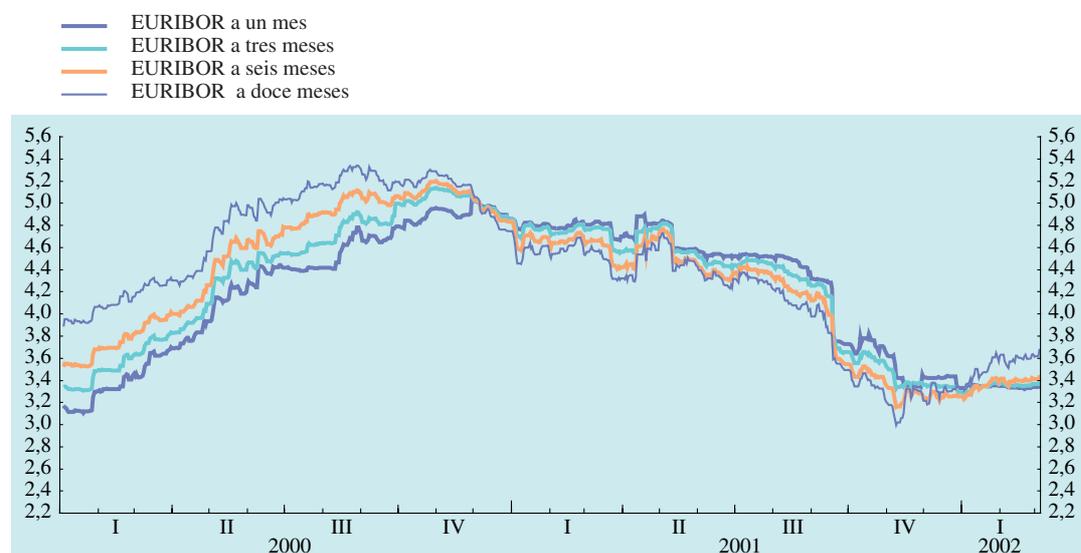
interés del mercado monetario durante el año 2001 (véase gráfico 6). Más concretamente, a principios de enero de 2001, y de acuerdo con los tipos de interés implícitos en el EURIBOR de los contratos de futuros, los participantes en el mercado esperaban una disminución de los tipos de interés de mercado a tres meses de alrededor de medio punto porcentual durante el año. Las expectativas de una disminución de los tipos de interés del mercado monetario aumentaron durante el año, a medida que la información de que se iba disponiendo apuntaba cada vez más hacia una disminución de las presiones inflacionistas.

El nivel de los tipos de interés a un día, medidos por el EONIA, tendían a reflejar la evolución del tipo mínimo de puja en las operaciones principales de financiación del Euro-sistema. La volatilidad del EONIA fue, en general, baja y limitada al final de los períodos de mantenimiento de reservas, momentos en que el sistema crediticio tenía que cumplir con la obligación de mantenimiento de las reservas mínimas. Las principales excepciones se dieron en los períodos posteriores a los episodios de puja insuficiente en las operacio-

Gráfico 6

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

nes principales de financiación por parte de las entidades de contrapartida del Euro-sistema. Tales episodios se produjeron en febrero, abril, octubre y noviembre. Además, a raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre, el EONIA aumentó temporalmente a medida que los participantes en el mercado tendían a aumentar su preferencia por el mantenimiento de excesos de liquidez. Sin embargo, dos operaciones de ajuste ejecutadas por el Eurosistema contribuyeron a restaurar la normalidad en el mercado a un día (véase capítulo II). Asimismo, el EONIA tendió a aumentar ligeramente en el último día hábil de cada mes, en respuesta al deseo de las entidades financieras de ajustar sus balances en dichos días. Al igual que había ocurrido en los años anteriores, esta tendencia se manifestó de forma más destacada al final del año. A principios de 2002, el paso al euro generó una cierta incertidumbre respecto de la situación de liquidez, pero la volatilidad del EONIA permaneció contenida y se volvió a la normalidad después que el Eurosistema realizara las dos operaciones de ajuste.

En la primera mitad de 2001, los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron, en todos los plazos, algo más que los tipos de interés oficiales del BCE, que experimentaron una disminución de 25 puntos básicos en mayo, lo que reflejaba unas crecientes expectativas de suavización de la política monetaria en el segundo semestre. En el período posterior a la decisión del Consejo de Gobierno del 10 de mayo, se estabilizaron los tipos de interés del mercado monetario para vencimientos inferiores a un mes, mientras que los correspondientes a vencimientos más largos continuaron en ligera disminución.

En agosto, la tendencia a la baja se reanudó para todos los plazos, lo que reflejaba unas expectativas crecientes de reducciones en los tipos de interés oficiales del BCE entre los participantes en el mercado, a medida que se hacía más evidente la disminución de las presiones inflacionistas a medio plazo. El Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, el día 30 de agosto.

Los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron aún más en los días siguientes a los atentados terroristas del 11 de septiembre, ya que los participantes en el mercado esperaban que dicho acontecimiento tendría un impacto sobre la confianza económica y sobre las previsiones para la estabilidad de precios. El día 17 de septiembre, el Consejo de Gobierno, en consonancia con una decisión equivalente por parte del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos, decidió reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. La volatilidad del EURIBOR a tres meses implícita en las opciones sobre contratos de futuros aumentó considerablemente a raíz de los atentados terroristas, indicando un aumento de la incertidumbre percibida por los participantes en el mercado respecto de las previsiones económicas (véase gráfico 7). Sin embargo, después de la decisión de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos adoptada por el Consejo de Gobierno el día 8 de noviembre, la volatilidad implícita se estabilizó en general, para reducirse significativamente con posterioridad.

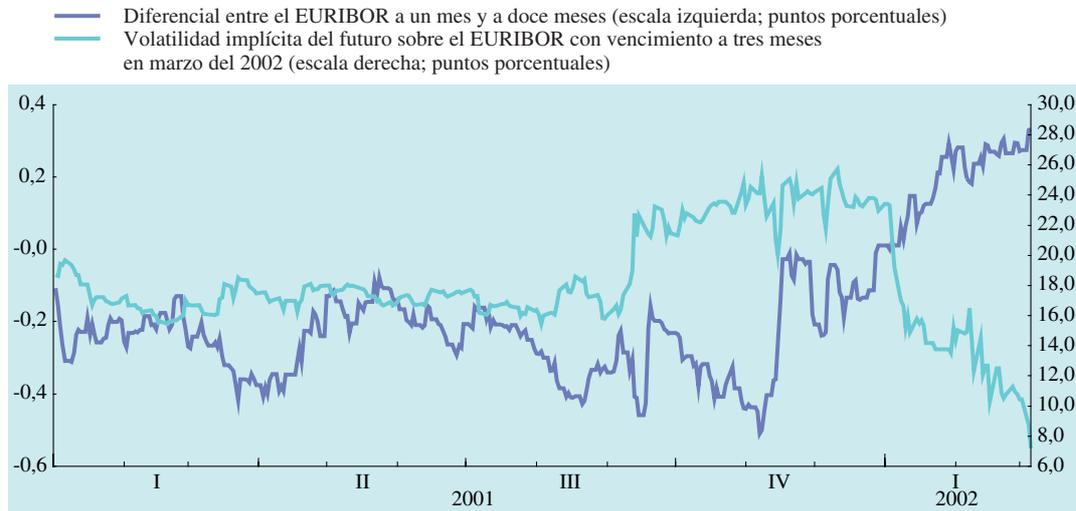
En diciembre se detuvo el movimiento a la baja de los tipos de interés. Aquellos del mercado monetario para los plazos más largos tendieron al alza, lo que reflejaba que en el mercado financiero prevalecían unas expectativas de gradual recuperación en la zona del euro. En consecuencia, la pendiente descendente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida como la diferencia entre los tipos de interés a doce meses y a un mes, se redujo (véase gráfico 7). A finales de 2001, los tipos de interés de mercado a un mes y a doce meses se situaban en el 3,33% y el 3,34% respectivamente, ambos alrededor de 1,5 puntos porcentuales por debajo del nivel del año anterior.

A principios de 2002 aumentaron los tipos de interés del mercado monetario, siendo más pronunciado el aumento para los plazos más largos. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario pasó a ser positiva.

Gráfico 7

Pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario y volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses

(datos diarios)



Fuente: Reuters y Bloomberg

En general el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro registró escasas variaciones en el 2001

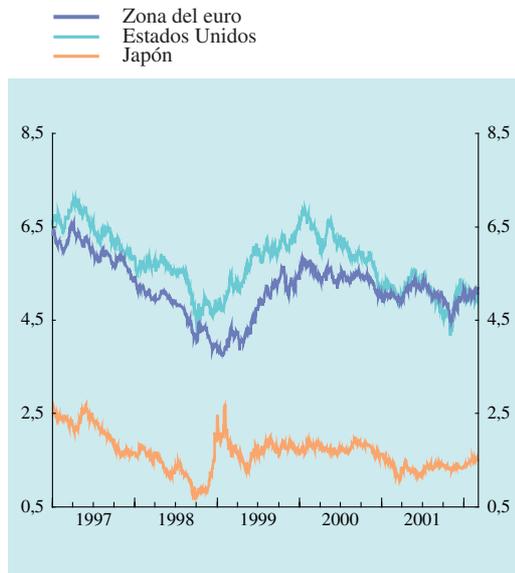
Si bien los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos experimentaron algunas fluctuaciones en 2001, registraron, en general, pocos cambios entre finales de 2000 y finales de 2001. En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento medio de la deuda pública a diez años se situó en torno al 5,1% a finales de 2001 (véase gráfico 8 (a)). El diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años y el de activos similares de la zona del euro, que se había estrechado sustancialmente en 2000, se mantuvo en torno a cero a lo largo de 2001, aunque se hizo negativo tras los atentados terroristas perpetrados el 11 de septiembre, cayendo transitoriamente hasta un mínimo de medio punto porcentual (véase gráfico 8 (b)). Contrariamente a la evolución de los tipos de interés a largo plazo, el rendimiento de los bonos a corto y medio plazo disminuyó de forma acusada en 2001 en ambas economías, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial.

En Estados Unidos, los tipos de interés a largo plazo sufrieron altibajos a lo largo de 2001, aunque experimentaron, en general, escasos cambios entre finales de 2000 y finales de 2001, mientras la economía de Estados Unidos entraba en recesión. La desaceleración sostenida de la actividad económica, en un contexto de presiones inflacionistas contenidas, llevó a la Reserva Federal a relajar sensiblemente su política monetaria, recortando en varias ocasiones del 2001 el tipo de referencia de los fondos federales, hasta un total de 475 puntos básicos. Ello provocó un marcado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, reflejo del optimismo generalizado de los participantes en el mercado acerca de la capacidad de la economía estadounidense de recuperarse bastante rápidamente de la recesión. Pese a este optimismo, a lo largo del año se registraron cambios notables de valoración por parte de los inversores respecto a la gravedad de la recesión y al inicio de la recuperación, lo que dio lugar a las citadas fluctuaciones de los tipos de interés a largo plazo. Así, por ejemplo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó un incremento bastante pronunciado entre mediados de marzo y finales de mayo, como

Gráfico 8

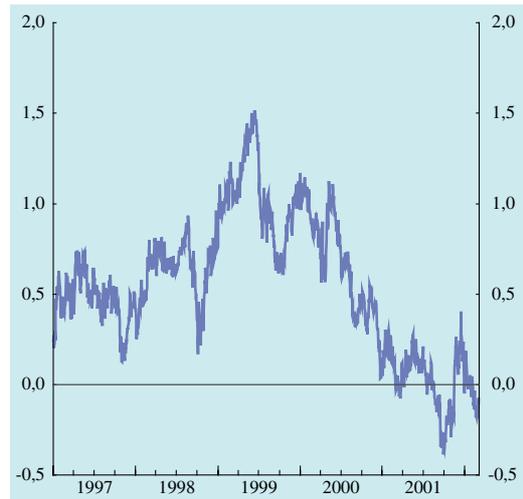
(a) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro, EEUU y Japón

(en porcentaje; datos diarios)



(b) Diferencial de los tipos de interés a 10 años de EEUU y de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

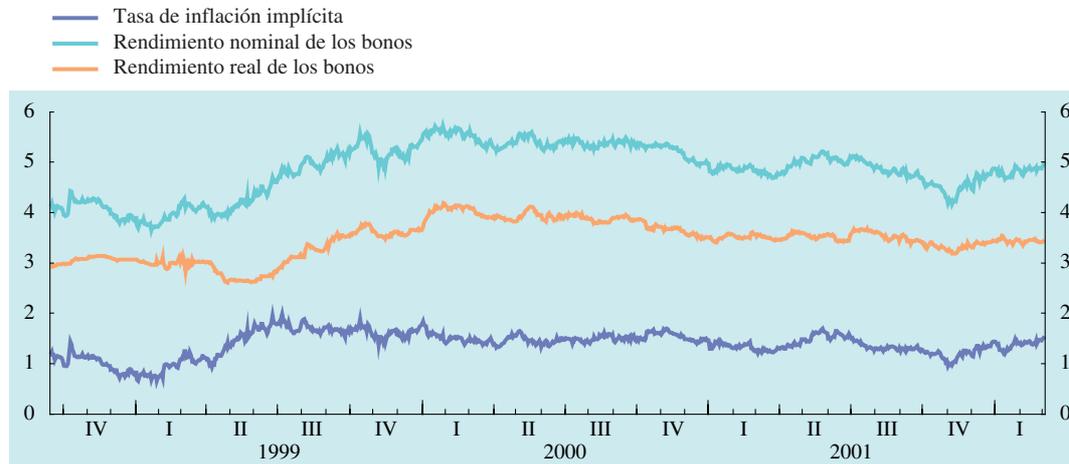
consecuencia del creciente optimismo de los participantes en el mercado acerca de una rápida recuperación de la actividad económica y de los correspondientes temores de inflación. Este episodio fue seguido por un período en el que los inversores parecieron manifestar un mayor pesimismo respecto a las perspectivas de crecimiento, que se vio reforzado por los atentados terroristas cometidos a comienzos de septiembre. Por otro lado, los acusados descensos de los tipos de interés a largo plazo registrados tras los atentados fueron también debidos, en gran medida, a los desplazamientos de fondos del mercado de renta variable al mercado de deuda pública a largo plazo, al orientarse transitoriamente la preferencia de los inversores hacia activos más seguros y de mayor liquidez. El mencionado descenso del rendimiento se invirtió posteriormente, tras la normalización de las condiciones del mercado y la publicación de noticias más favorables sobre la economía estadounidense, con lo que los participantes en el mercado volvieron a creer en una recuperación relativamente rápida.

En Japón, el rendimiento de los bonos a largo plazo quedó más o menos dissociado de la evolución de los tipos de interés en el exterior en 2001, reflejando las características específicas de la situación económica del país. En general, el rendimiento de los bonos japoneses a diez años disminuyó en cerca de 30 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,4% entre finales de 2000 y finales de 2001. Esta reducción fue resultado del rápido y continuo deterioro de la actividad económica observado a lo largo de 2001 y de las tendencias deflacionistas que seguían registrándose en Japón, lo que pareció afectar a las expectativas de crecimiento y de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado. En este contexto, en marzo de 2001 el Banco de Japón relajó su política monetaria, cuyo objeto era proporcionar abundante liquidez y mantener los tipos de interés a corto plazo cercanos al cero por ciento. En el segundo semestre de 2001, el rendimiento de los bonos a largo plazo no volvió a bajar, reflejando la creciente inquietud de los participantes en el mercado respecto al elevado

Gráfico 9

Tipo de interés real a largo plazo y tasa de inflación implícita obtenida a partir de los bonos franceses indicados con la inflación.

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

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

volumen de emisión y al empeoramiento de la calificación crediticia de la deuda pública japonesa.

En la zona del euro, en 2001 el rendimiento de los bonos mostró una evolución similar a la observada en Estados Unidos. Ello quiere decir que las variaciones de los tipos de interés registradas en ambas economías fueron impulsadas, principalmente, por factores comunes – en especial la desaceleración del crecimiento económico mundial y la incertidumbre provocada por los atentados terroristas del 11 de septiembre –, lo que también se vio confirmado por el comportamiento de los mercados bursátiles (véase recuadro 2). Sin embargo, las variaciones de los tipos de interés a largo plazo fueron mucho menos pronunciadas y volátiles en la zona del euro, señalando unas expectativas de crecimiento y de inflación más estables para la zona del euro que para Estados Unidos. En particular, las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, reflejadas por la tasa de inflación implícita (obtenida a partir de la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos franceses a diez años y el rendimiento real de los bonos a diez años indicia-

dos con la inflación, medida por el índice de precios de consumo francés), apenas registraron cambios en el conjunto de 2001, permaneciendo en niveles relativamente bajos (véase gráfico 9). Ello puede interpretarse como una muestra de confianza de los participantes en el mercado en la capacidad del BCE para mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo.

El rendimiento real de los bonos franceses a diez años indicados con la inflación se mantuvo prácticamente estable entre finales de 2000 y finales de 2001, lo que parece indicar que las expectativas sobre el crecimiento real medio a largo plazo de los inversores tampoco variaron de forma significativa durante este período. En este sentido, la curva de rendimientos señalaría que, a finales de 2001, los participantes en el mercado esperaban una recuperación relativamente rápida de la economía de la zona del euro. En efecto, como resultado del descenso de los tipos de interés del mercado monetario, la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro, medida por la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el EURIBOR a tres meses, aumentó desde un nivel casi

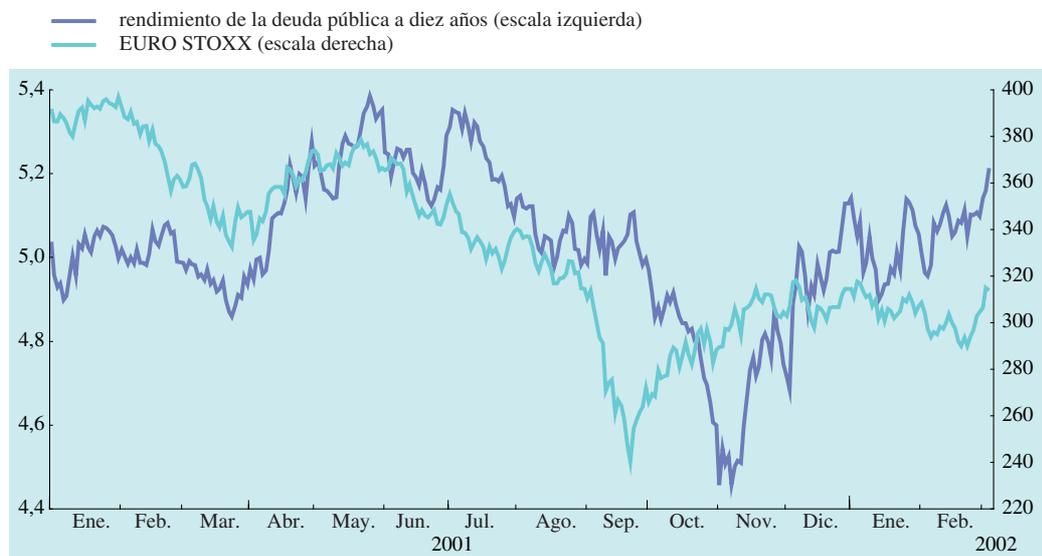
Recuadro 2

El rendimiento de los bonos y las cotizaciones bursátiles de la zona del euro presentaron una correlación positiva durante la mayor parte de 2001

Como promedio, las variaciones semanales del rendimiento de los bonos a largo plazo y de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro muestran una correlación negativa. Ello se debe a que, cuando el rendimiento de los bonos desciende en un entorno de expectativas de inflación estables, el descuento a aplicar a los dividendos y beneficios futuros debería ser menor. En consecuencia, las cotizaciones bursátiles – que, en una situación de equilibrio, representan el valor actual descontado de todos los flujos de caja futuros para los inversores – deberían subir, si el origen del descenso del rendimiento de los bonos es la reducción de los tipos de interés reales, a igualdad de otros factores. Sin embargo, durante la mayor parte de 2001, los tipos de interés a largo plazo y las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se movieron en la misma dirección. Desde mediados de marzo hasta los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el índice EURO STOXX se movieron prácticamente en paralelo (véase el gráfico siguiente). Por el contrario, las cotizaciones bursátiles y el rendimiento de la deuda pública reaccionaron de manera distinta a los atentados terroristas. Las cotizaciones bursátiles empezaron a caer y luego se recuperaron unas semanas antes que lo hiciera el rendimiento de los bonos. Si bien ello dio lugar a una correlación semanal negativa durante un breve período, comprendido entre mediados de septiembre y comienzos de noviembre, en el conjunto del año 2001 la correlación fue positiva.

Rendimiento de bonos y cotizaciones bursátiles en la zona del euro

(rendimiento de bonos en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento de los bonos es el rendimiento medio de la deuda pública a diez años de la zona del euro. Las cotizaciones se miden por el índice de precios Dow Jones EURO STOXX.

En general, la posibilidad de que se produzcan movimientos coincidentes entre el rendimiento de los bonos y las cotizaciones bursátiles depende de los cambios relativos de los factores económicos que inciden en los dos tipos de interés comentados durante un período de tiempo concreto.

Los tipos de interés a largo plazo dependen de los tipos a corto plazo previstos durante la vida residual de los bonos así como de la prima de riesgo específica. A su vez, la prima de riesgo compensa a los inversores por el riesgo de que se produzcan variaciones en el precio de los bonos antes de su vencimiento. Por otro lado, cuanto más largo sea el plazo del bono, más elevada tenderá a ser la prima de riesgo. De la misma forma que los tipos de interés a corto plazo reflejan la orientación actual de la política monetaria, que depende, a su vez, de las

expectativas respecto a las presiones inflacionistas y a la actividad económica, los tipos de interés a largo plazo revelan, básicamente, las expectativas de crecimiento y de inflación de los participantes en el mercado en un horizonte más dilatado.

Las cotizaciones bursátiles deberían representar el valor actual descontado de los dividendos futuros. Por lo tanto, las expectativas en torno a los beneficios empresariales futuros se enmarcan en las variables fundamentales que determinan las cotizaciones bursátiles. Los tipos de interés de descuento pueden desglosarse en tipos de interés a corto plazo vigentes y previstos y una prima de riesgo para los valores de renta variable que compensa a los inversores por los riesgos derivados de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles, pero que refleja también la actitud de los inversores ante la asunción de tales riesgos (preferencias de riesgo).

En este contexto, la correlación entre las variaciones del rendimiento de los bonos y de las cotizaciones bursátiles puede ayudar a identificar los probables factores determinantes de la evolución de los mercados de renta fija y de renta variable. Si los participantes en el mercado esperan una elevación de los tipos de interés a corto plazo en el futuro, a igualdad de otros factores, las cotizaciones bursátiles bajan y el rendimiento de los bonos a largo plazo sube, originando una correlación negativa entre ellos. Por el contrario, cuando mejoran las expectativas de crecimiento económico, con frecuencia las cotizaciones bursátiles suben – ya que los beneficios empresariales y, por ende, los dividendos tienden a elevarse cuando aumenta la actividad económica –, así como el rendimiento de los bonos, dando lugar a una correlación positiva entre las cotizaciones bursátiles y los tipos de interés a largo plazo. También puede producirse una correlación positiva en situaciones en las que los inversores manifiestan una mayor aversión al riesgo y crece su incertidumbre respecto a la rentabilidad futura de las acciones. Ello se debe a que esta incertidumbre puede provocar desplazamientos de fondos de los mercados de renta variable a los de deuda pública a largo plazo, que se consideran más seguros. Los efectos de estos desplazamientos sobre los precios – descenso de las cotizaciones bursátiles y del rendimiento de la deuda pública – pueden interpretarse como un aumento de la prima de riesgo para la renta variable y una reducción de la prima de riesgo para la renta fija.

En este sentido, el pronunciado movimiento coincidente del rendimiento de los bonos y de las cotizaciones bursátiles durante la mayor parte de 2001 parece haber sido originado, principalmente, por cambios en las perspectivas generales de crecimiento económico de la zona del euro. En el transcurso de 2001, en línea con la evolución de la economía mundial, la zona del euro presentó unas perspectivas económicas menos favorables, lo que condujo a un descenso no sólo de los tipos de interés a corto plazo sino también, aunque en menor medida, de los tipos de interés a largo plazo. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles bajaron, lo que parece indicar que la desaceleración económica en curso tuvo un mayor impacto sobre las expectativas de beneficios empresariales que sobre los tipos de interés previstos utilizados para descontar los dividendos futuros.

En septiembre, esta acusada correlación positiva entre las variaciones del rendimiento de la deuda pública y de las cotizaciones bursátiles se interrumpió tras los atentados terroristas ocurridos en Estados Unidos. Estos sucesos acentuaron notablemente la incertidumbre y la aversión al riesgo de los participantes en el mercado, impulsando un desplazamiento de los fondos desde los mercados de valores hacia activos más seguros. La consiguiente fuerte caída de las cotizaciones bursátiles pareció deberse, fundamentalmente, a un aumento de la prima de riesgo para la renta variable. Sin embargo, los tipos de interés a largo plazo registraron escasos cambios a raíz de los atentados, dado que, contrariamente a períodos anteriores de turbulencia en los mercados financieros, los inversores de la zona del euro parecieron preferir bonos a corto plazo o depósitos bancarios, que consideraban más seguros, a los bonos a largo plazo. Al mismo tiempo, parece que los atentados terroristas no provocaron inicialmente cambios significativos en la valoración respecto a las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo de la zona del euro. En consecuencia, no se apreció una correlación clara entre el rendimiento de los bonos y las cotizaciones bursátiles inmediatamente después de los atentados terroristas.

Sin embargo, cuando las condiciones del mercado comenzaron a normalizarse, como resultado, probablemente, de la rápida respuesta de los responsables de la política económica a la nueva situación tras los atentados terroristas, las cotizaciones bursátiles repuntaron gradualmente, dado que los participantes en el mercado exigían, aparentemente, una menor prima de riesgo para la renta variable, en consonancia con la reducción de

la incertidumbre y de la aversión al riesgo. La tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles coincidió con el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo, dando lugar a una fuerte correlación negativa transitoria entre las variaciones de las cotizaciones bursátiles y del rendimiento de los bonos a diez años.

El posterior repunte de los tipos de interés a largo plazo registrado a partir de comienzos de noviembre – impulsado por la disminución del pesimismo de los inversores respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro – fue acompañado, en general, por una nueva subida de las cotizaciones bursátiles, con lo que se restableció la correlación positiva entre los tipos de interés a largo plazo y las cotizaciones bursátiles observada durante la mayor parte del año. Ello daría a entender que, además de la incidencia de la nueva reducción de la prima de riesgo para la renta variable, las mayores expectativas de crecimiento económico y, por lo tanto, de beneficios empresariales volvieron a influir de forma significativa en la evolución de las cotizaciones bursátiles en los dos últimos meses de 2001.

En conjunto, las cotizaciones bursátiles y el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro tendieron a moverse en la misma dirección durante la mayor parte de 2001, en contraste con su tradicional correlación negativa. Ello parece indicar que el comportamiento de los mercados de renta fija y de renta variable en 2001 fue determinado, básicamente, por los cambios de valoración de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, que ilustran sobre las especiales dificultades de los participantes en el mercado durante 2001 para valorar la actividad económica futura y las perspectivas de beneficios empresariales.

plano en diciembre de 2000 a cerca de 180 puntos básicos a finales de 2001.

En el período comprendido entre finales de diciembre y el 5 de marzo de 2002, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se incrementó ligeramente hasta situarse en el 5,2%. Debido a que el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses se mantuvo prácticamente estable en el mismo período, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó levemente, situándose en torno a -10 puntos básicos el 5 de marzo de 2002.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela descendieron significativamente en 2001 en consonancia con los tipos de interés de mercado

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela descendieron a lo largo de 2001, siguiendo la tendencia marcada por los tipos del mercado monetario a partir de finales de 2000. No obstante, se observaron diferencias significativas entre los tipos de interés de los dis-

tintos instrumentos de depósito. Entre finales de 2000 y finales de 2001, la media mensual del tipo de interés a tres meses del mercado monetario disminuyó en torno a 160 puntos básicos. Sin embargo, durante el mismo período, los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses) bajaron ligeramente, en unos 30 puntos básicos, lo que ocasionó una reducción del diferencial de estos dos tipos con respecto al tipo de interés a tres meses del mercado monetario, de aproximadamente 130 puntos básicos a finales de 2001. Por el contrario, el tipo de interés de los depósitos a plazo de hasta un año disminuyó alrededor de 115 puntos básicos (véase gráfico 10). Esta evolución no es particularmente inusual, si se compara con la experiencia histórica, que muestra que los tipos de mercado tienden a trasladarse con mayor lentitud y de una forma más incompleta a los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo que al resto de los depósitos a corto plazo, dependiendo en parte, del marco institucional de cada país. Los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a empresas hasta un año descendieron en torno a 95 puntos básicos. Mientras que, a finales de 2001, los tipos de interés del mercado monetario

habían vuelto a los niveles existentes a finales de 1999, el citado tipo de interés de los préstamos se mantuvo más de 40 puntos básicos por encima del nivel de diciembre de 1999. Esta ampliación de los diferenciales puede deberse, en parte, al retraso habitual con que los tipos de mercado se trasladan a los tipos aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pero puede atribuirse también, en cierta medida, a un aumento del riesgo de crédito asociado a la recesión económica general registrada en 2001, reflejada, por ejemplo, en la ampliación de los diferenciales de la renta fija privada en 2001. En enero de 2002, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron bajando.

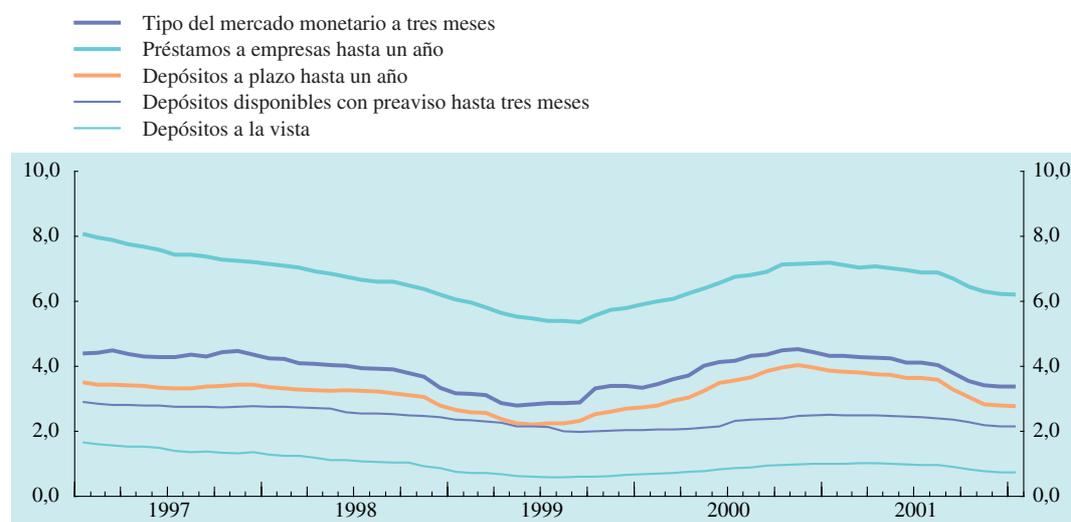
Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela experimentaron, en general, un descenso sostenido hasta noviembre de 2001 (véase gráfico 11). Los tipos de interés a medio plazo del mercado, medidos por la media mensual del tipo de la deuda pública a cinco años, que es el tipo de interés de mercado al que los tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito están ligados más estrechamente,

se mantuvieron bastante estables en el primer semestre de 2001 y bajaron en el segundo semestre del año, para volver a subir en diciembre. El constante descenso de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito fue consecuencia, en parte, de la reducción de los tipos de interés de mercado que se había producido ya en 2000, especialmente en el último trimestre. Entre finales de 2000 y noviembre de 2001, la media mensual del tipo de la deuda pública a cinco años disminuyó en cerca de 85 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés de los depósitos a largo plazo (depósitos a plazo a más de dos años) y el de los préstamos a hogares para compra de vivienda descendieron en cerca de 95 puntos básicos durante el mismo período, mientras que el tipo medio de los préstamos a empresas a más de un año se redujo en torno a 75 puntos básicos. A partir de diciembre, la media mensual del tipo de interés de la deuda pública a cinco años se elevó sensiblemente, lo que se reflejó rápidamente en el tipo de los depósitos a largo plazo y, en menor medida, en el de los préstamos a hogares para compra de vivienda. El tipo medio de los préstamos a empresas siguió bajando en enero de 2002. Más que

Gráfico 10

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

(en porcentaje; medias mensuales)



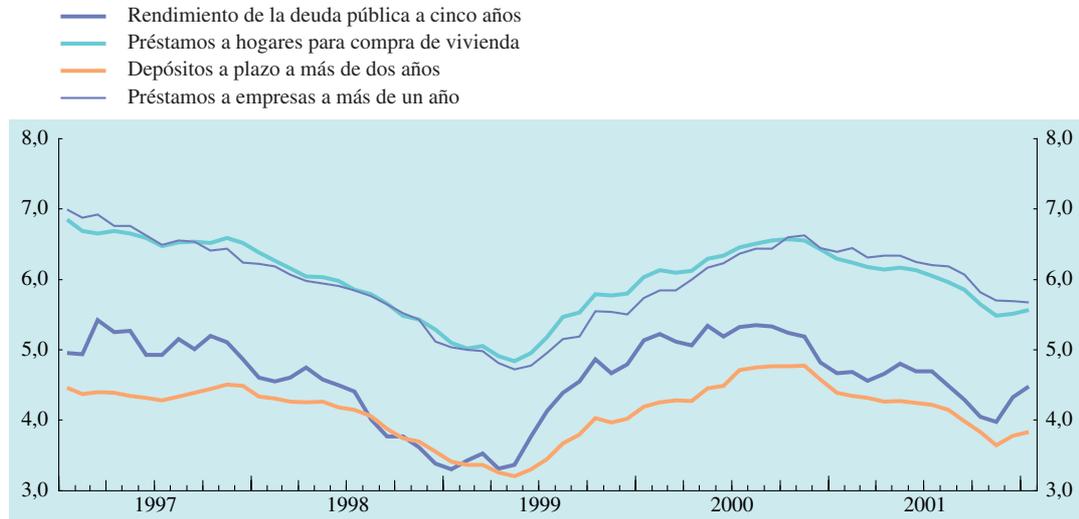
Fuentes: BCE y Reuters.

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

Gráfico 11

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

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

como señal inusual de atonía, esta evolución debería considerarse, probablemente, como una reducción de la prima de riesgo para créditos sin garantía que se había aplicado en 2001.

Las cotizaciones bursátiles cayeron en los mercados internacionales en 2001

En 2001, las cotizaciones bursátiles cayeron en los mercados internacionales, continuando la tendencia a la baja que se había puesto de manifiesto desde septiembre de 2000, con lo que los fuertes aumentos registrados antes de abril de 2000 quedaron anulados y los índices de referencia de Estados Unidos y de la zona del euro se situaron en niveles próximos a los de finales de 1998 (véase gráfico 12 (a)). El descenso continuado y generalizado de las cotizaciones bursátiles en 2001, que se había concentrado en los sectores tecnológicos en 2000, parece haber sido provocado por la desaceleración económica mundial, que se materializó en 2001. Este descenso se vio acompañado por revisiones a la baja de las expectativas de rentabilidad futura de las empresas, temores sobre las perspectivas de

beneficios y la corrección del dinamismo mostrado por las cotizaciones bursátiles antes del segundo trimestre de 2000. La evolución de los mercados bursátiles en 2001 se caracterizó también por períodos de elevada incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de los contratos de opciones (véase gráfico 12 (b)).

En general, las cotizaciones bursátiles siguieron un comportamiento similar en Estados Unidos, Japón y la zona del euro en 2001. En el primer trimestre de dicho año, los índices bursátiles de referencia experimentaron un descenso generalizado y la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó, al crecer la incertidumbre en torno a las perspectivas de la economía mundial. No obstante, entre finales de marzo y finales de mayo, los mercados bursátiles volvieron a niveles similares a los registrados a principios de año, como consecuencia, principalmente, de la confianza creciente en una pronta recuperación de la economía mundial. Sin embargo, esta confianza se disipó bastante rápidamente y los mercados bursátiles volvieron a bajar, de forma más o menos sostenida, entre comienzos de junio y finales de septiembre, al seguir

menguando los beneficios empresariales y al revisarse a la baja las expectativas de actividad económica y de rentabilidad empresarial.

La tendencia a la baja de las cotizaciones bursátiles se vio reforzada de forma transitoria en septiembre, tras los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos que, además de un importante impacto negativo inmediato sobre dichas cotizaciones, provocaron también un aumento de la volatilidad implícita, reflejo de la elevada incertidumbre respecto a las perspectivas de rentabilidad empresarial, en especial, en los sectores de seguros y de turismo. Sin embargo, en el transcurso de los meses de octubre y noviembre, la volatilidad implícita se estabilizó en niveles más acordes con la experiencia histórica, y las cotizaciones bursátiles se recuperaron gradualmente, hasta situarse en niveles similares a los observados antes de los atentados terroristas. Ello podría indicar que la evolución de las cotizaciones

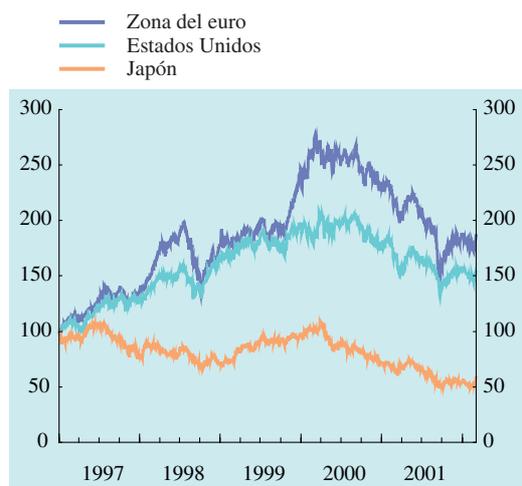
bursátiles reflejó la percepción de que los citados sucesos no tendrían un efecto duradero sobre los beneficios empresariales, incluso en las empresas que se vieron más afectadas por los atentados del 11 de septiembre de 2001. Las acciones emprendidas por las autoridades monetarias en Estados Unidos y en Europa y las medidas fiscales adoptadas por el gobierno estadounidense ayudaron también a devolver la confianza al mercado. En general, en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard and Poor's 500, bajaron un 14% entre finales de 2000 y finales de 2001. En el mismo período, en Japón, el índice Nikkei 225 perdió un 24% y, en la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX retrocedió un 20%.

En Estados Unidos, pese a la relajación de la política monetaria llevada a cabo a lo largo de 2001, las cotizaciones bursátiles se vieron afectadas negativamente por la nueva desace-

Gráfico 12

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

(1 enero 1997 = 100; datos diarios)

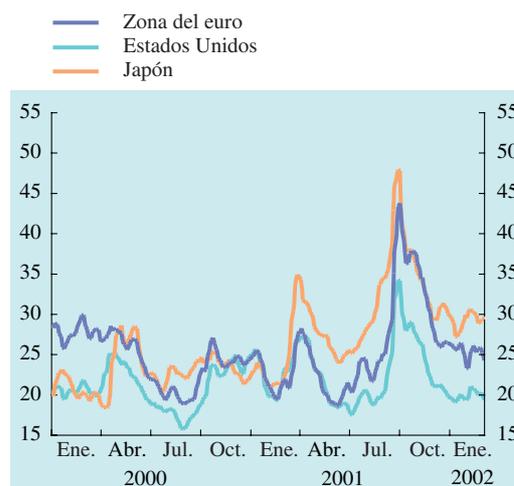


Fuente: Reuters.

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

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

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



Fuente: Bloomberg.

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

leración del ritmo de la actividad económica registrada en el curso del año. A comienzos de 2001, existían amplias expectativas de recuperación en el segundo semestre del año. Sin embargo, los indicios que se fueron acumulando paulatinamente apuntaban a una desaceleración más intensa y prolongada. Para el sector empresarial, ello supuso un acusado deterioro de los beneficios y un aumento de las quiebras, mientras que, al mismo tiempo, los inversores revisaban a la baja sus expectativas de rentabilidad futura de las empresas. En consecuencia, las cotizaciones bursátiles bajaron significativamente en la mayor parte de los sectores, poniendo de relieve la amplitud de la desaceleración de la actividad económica en 2001. En este sentido, al igual que había ocurrido en 2000, el sector tecnológico contribuyó sensiblemente a la caída del índice amplio entre finales de 2000 y finales de 2001, debido a una nueva y considerable revisión a la baja de las expectativas sobre la rentabilidad a largo plazo de las empresas de este sector.

En Japón, la caída de las cotizaciones bursátiles fue reflejo de la persistente debilidad de la economía del país, que se agravó más aún, como resultado de la desaceleración de la economía mundial. En consecuencia, además de las empresas de ámbito nacional, las empresas exportadoras sufrieron también un fuerte deterioro de sus perspectivas de rentabilidad. Por otro lado, el descenso de las cotizaciones bursátiles observado en Japón en 2001 se debió también al elevado número de créditos morosos registrado en el sector financiero. La volatilidad implícita, obtenida de las opciones incluidas en el índice Nikkei 225, fue más alta que en años anteriores, reflejando la constante incertidumbre en torno a la evolución futura de la economía japonesa.

En la zona del euro, en 2001, las cotizaciones bursátiles se vieron influidas negativamente por la creciente percepción, a lo largo del año, de que la desaceleración de la actividad económica sería más prolongada de lo que se creía, en general, a comienzos de año. Al mismo tiempo, los beneficios del sector empresarial fueron, en general, peores de lo

previsto, y las empresas tendieron a destacar la incertidumbre existente en cuanto a las perspectivas de rentabilidad futura. Debido, en parte, a la desaceleración económica que se produjo simultáneamente en todas las principales economías del mundo, las cotizaciones bursátiles bajaron en todos los sectores de la zona del euro entre finales de 2000 y finales de 2001. Se observaron sólo pequeñas diferencias sectoriales respecto a los niveles de los últimos años, a excepción de los sectores tecnológico y de telecomunicaciones, en los que las caídas fueron particularmente acusadas. El índice bursátil del sector de telecomunicaciones perdió un 28% entre finales de 2000 y finales de 2001, tras haber experimentado una caída del 43% en 2000. Parecía que iba creciendo la inquietud de los inversores acerca de la rentabilidad de las empresas de este sector, dado el elevado nivel de endeudamiento alcanzado para financiar la adquisición de licencias UMTS en 2000 y las correspondientes inversiones en tecnología. En consonancia con la evolución observada en el mismo sector en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles del sector tecnológico retrocedieron un 37% entre finales de 2000 y finales de 2001, al revisarse a la baja las expectativas del mercado en torno a las perspectivas de beneficios de este sector.

En el período comprendido entre finales de 2001 y el 5 de marzo de 2002, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, se mantuvieron, en general, estables. El comportamiento de los mercados de valores estadounidenses pareció reflejar la inquietud existente en torno a la sostenibilidad de elevados niveles de endeudamiento entre las empresas y a la fiabilidad de los beneficios declarados, especialmente en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones. Al mismo tiempo, mejoraron las expectativas de los participantes en el mercado acerca de una pronta recuperación de la actividad económica. Las mismas señales ambivalentes parecieron influir en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. Por el contrario, en Japón, el índice Nikkei 225

subió casi un 8%, como consecuencia de un mayor optimismo respecto a la capacidad del

gobierno japonés de adoptar nuevas medidas para sostener la recuperación económica.

3 Evolución de los precios

La tendencia al alza de la inflación medida por el IAPC se invirtió en mayo del 2001

En el 2001, las tasas de inflación medidas por el IAPC vinieron determinadas, en gran medida, por la evolución de los componentes más volátiles del citado índice, es decir, la energía y los alimentos no elaborados. Si bien el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó ligeramente durante el año, como consecuencia del descenso cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo, las presiones internas sobre los precios per-

manecieron moderadas. La tendencia al alza observada en las tasas de inflación a partir de la primavera de 1999 continuó hasta comienzos del 2001. Entre diciembre del 2000 y mayo del 2001, la tasa de variación interanual del IAPC ascendió desde el 2,6% hasta el 3,4%. Tras alcanzar su máximo en mayo del 2001, la tasa de inflación empezó a descender. En el cuarto trimestre del 2001, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se situó en el 2,2%, 0,5 puntos porcentuales por debajo del incremento registrado en el cuarto trimestre del 2000. Como promedio, el IAPC se elevó

Cuadro 4

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2001 Sep.	2001 Oct.	2001 Nov.	2001 Dic.	2002 Ene.	2002 Feb.
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4
<i>del cual:</i>													
Bienes	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1
Alimentos	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9
Alimentos elaborados	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3
Alimentos no elaborados	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2
Bienes industriales	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8
Bienes industriales no energéticos	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Energía	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8
Servicios	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Costes laborales unitarios ²⁾	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora ³⁾	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Precios de las materias primas ⁵⁾	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	.

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

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

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

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

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

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

un 2,5% en el 2001, situándose 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado en el 2000 (véase cuadro 4).

Las tasas de inflación medidas por el índice general acusaron fuertemente las variaciones de los componentes más volátiles de los precios

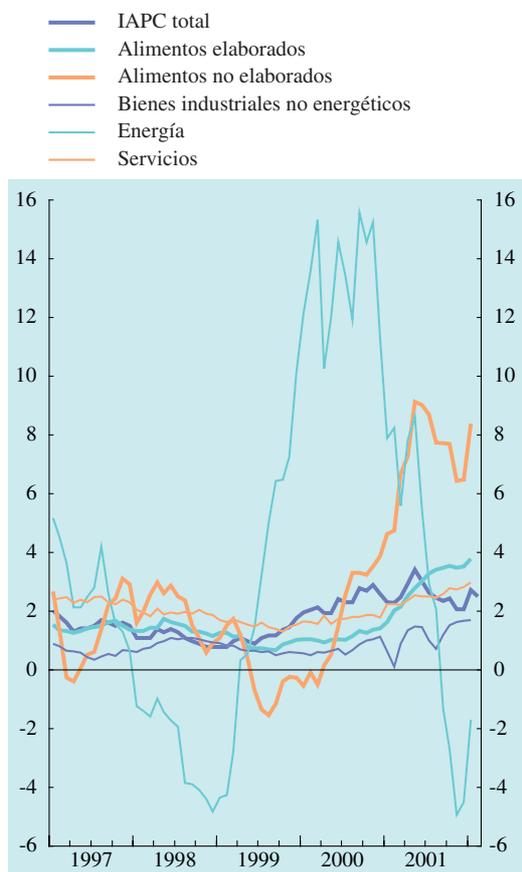
Entre enero y mayo del 2001, mes en el que la tasa de inflación interanual alcanzó su máximo, el aumento experimentado por dicha tasa se debió, principalmente, al incremento de los precios de los alimentos no elaborados originado, en gran parte, por los problemas sanitarios relacionados con los casos de encefalopatía espongiforme bovina registrados en algunos países de la zona del euro. Además, el brote de fiebre aftosa surgido en algunos países y las medidas adoptadas para impedir la propagación de la enfermedad ejercieron nuevas presiones al alza sobre los precios de los alimentos no elaborados. En tasa interanual, los precios de los alimentos no elaborados subieron desde el 4,6% en enero hasta el 9,1% en mayo del 2001 (véase gráfico 13). Durante el verano del 2001, al empezar a remitir las presiones al alza sobre los precios asociadas a los citados problemas sanitarios, las tasas de variación interanuales de este componente comenzaron a disminuir, situándose en el 6,5% en diciembre del 2001. Si bien los precios de los alimentos no elaborados bajaron en el segundo semestre del 2001, a finales de año seguían estando por encima de los niveles observados antes de la aparición de la encefalopatía espongiforme bovina.

El cambio de tendencia de la tasa de inflación que, tras alcanzar su máximo en mayo del 2001, empezó a descender, fue debido, principalmente, a la caída de los precios energéticos. La tendencia a la baja de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, que se había iniciado a finales del 2000, continuó en el 2001, con una breve interrupción en el segundo trimestre del 2001, reflejo del repunte transitorio de los precios del petróleo denominados en euros. En los últimos

Gráfico 13

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

cuatro meses del 2001, las tasas de crecimiento interanuales de los precios energéticos fueron negativas. La tasa de variación interanual del componente energético se situó en el 4,5% en diciembre del 2001, frente al aumento del 7,9% registrado en enero del 2001, y del 15,6% observado en septiembre del 2000, cuando dicha tasa alcanzó su nivel máximo. La tendencia a la baja de las tasas de variación interanuales de los precios energéticos reflejó, por un lado, los efectos de base asociados a la subida de los precios energéticos experimentada en el 2000 y, por otro, el fuerte descenso de los precios del petróleo denominados en euros registrado en el transcurso del 2001. Como promedio, el petróleo cotizó a 22,4 euros por barril en el cuarto tri-

mestre del 2001, quedando 12,1 euros (un 35,1%) por debajo de la cotización media correspondiente al mismo trimestre del año anterior. En contraste con lo ocurrido en el 2000, en el 2001 los precios del petróleo en euros vinieron determinados fundamentalmente por las variaciones del precio del petróleo en dólares y no se vieron influidos por las variaciones del tipo de cambio del euro frente al dólar.

La inflación medida por el IAPC excluidos los componentes más volátiles se elevó en el 2001

En el 2001, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, siguió estando influida por los efectos indirectos de la subida de los precios del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio del euro en el 1999 y la mayor parte del 2000. Por otro lado, los precios de los alimentos elaborados ejercieron presiones adicionales sobre este componente, como consecuencia de los efectos retardados de anteriores incrementos de los precios de los alimentos no elaborados. Sin embargo, las presiones internas sobre los precios mantuvieron una senda moderada a lo largo del año. Como resultado de estos efectos indirectos y retardados, la inflación medida por el IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y la energía, volvió a subir en el transcurso del 2001. Esta evolución fue reflejo del aumento de las tasas de variación interanuales de los tres componentes principales: alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y la energía, se situó en el 2,5% en diciembre del 2001, 1 punto porcentual por encima del nivel registrado en diciembre del 2000, y 1,6 puntos porcentuales por encima del punto más bajo alcanzado en octubre de 1999.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 1,7% en diciembre del 2001, 0,6 puntos porcentuales por encima del nivel

de diciembre del 2000. Sin embargo, este incremento fue reduciéndose gradualmente en el segundo semestre del año, al empezar a desaparecer los citados efectos indirectos. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se elevó desde el 1,8% en diciembre del 2000 hasta el 2,2% en enero del 2001, como consecuencia de cambios en los precios administrados y en los impuestos indirectos introducidos en algunos países de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se vio también afectada por los efectos de la repercusión de anteriores subidas de los precios de importación, volviendo a ascender a lo largo del año, hasta situarse en el 2,8% en diciembre del 2001. El repunte de las tasas de variación interanuales del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y la energía, observado en el 2001 reflejó también el alza de los precios de los alimentos elaborados, como consecuencia de los efectos retardados de anteriores subidas de los precios de los alimentos no elaborados. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se situó en el 3,5% en diciembre del 2001, 2,1 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en diciembre del 2000. Las tasas de variación interanuales de este componente disminuyeron también en los dos últimos trimestres del 2001, lo que indicaría que estos efectos indirectos están comenzando a remitir.

Por lo que se refiere a los posibles efectos de la introducción de la nueva moneda sobre la inflación medida por el IAPC en el 2001, la evidencia sugiere que fueron limitados. A este respecto, cabe observar que es muy difícil separar los eventuales efectos de la introducción del euro de otras fuentes de presiones inflacionistas. Este tema se analiza con más detalle en el recuadro 3 titulado "Incidencia del cambio de moneda sobre los precios de consumo de la zona del euro".

Cuadro 5

Inflación medida por los precios de consumo: resultados en 2001 y previsiones para 2001 y 2002

(tasas de variación interanuales)

	2001				2001
	I	II	III	IV	
IAPC general	2,3	3,1	2,5	2,2	2,5
<i>Previsiones para 2001</i>		– fecha de la encuesta –			
Encuesta a expertos en previsión económica	2,0	2,3	2,7	2,6	-
Consensus Economics ¹⁾	2,0	2,3	2,7	2,6	-
<i>Previsiones para 2002</i>		– fecha de la encuesta –			
Encuesta a expertos en previsión económica	1,7	1,8	1,9	1,7	-
Consensus Economics ¹⁾	1,7	1,8	1,9	1,7	-

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

1) Las previsiones trimestrales son la media de las previsiones mensuales del trimestre considerado.

Moderadas expectativas inflacionistas pese a una mayor inflación

Varias encuestas (por ejemplo, la encuesta del BCE a expertos en previsión económica y las previsiones de *Consensus Economics*) indican que existían escasas evidencias de una pronunciada elevación de la inflación esperada tras el repunte de la inflación observada en el primer semestre del 2001, como puede apreciarse en el cuadro 5, que presenta la inflación observada medida por el IAPC para los cuatro trimestres del 2001 (y la media anual), así como la evolución de las expectativas de inflación media para el 2001 y el 2002 recogidas en las encuestas correspondientes a cada uno de los cuatro trimestres del 2001.

Si bien, en el transcurso del 2001, las expectativas de inflación fueron revisándose paulatinamente al alza, en consonancia con la inflación observada, las expectativas para el 2002 fueron mucho más estables, manteniéndose por debajo del 2% durante todo el año. Esta estabilidad indica que los agentes económicos consideraban que el aumento de la inflación registrado en el 2001 no sería duradero, percepción probablemente reforzada por la voluntad del BCE de garantizar que este incremento fuera un fenómeno transitorio, lo que contribuiría, a su vez, a contener los riesgos de efectos indirectos sobre los salarios.

La dispersión de la inflación se mantuvo prácticamente estable en el 2001

El grado de dispersión de las tasas de inflación medidas por el IAPC entre los países de la zona del euro permaneció prácticamente estable en el 2001. El diferencial entre los dos países con los valores máximo y mínimo se mantuvo en 3,3 puntos porcentuales, apenas sin cambios respecto al 2000. La desviación típica permaneció en torno a 1 punto porcentual. Las variaciones en la inflación media interanual medida por el IAPC presentaron disparidades entre los países, como resultado, principalmente, del distinto impacto de factores transitorios. En especial, las diferencias en la incidencia, según el país, de las enfermedades de la cabaña ganadera y de las condiciones climatológicas sobre los precios de los alimentos ayudan a explicar los distintos comportamientos observados.

Fuerte incidencia de los precios de las materias primas sobre los precios industriales

Como promedio, el índice de precios industriales (excluida la construcción) subió un 2,2% en el 2001, 3,3 puntos porcentuales menos que el incremento registrado en el 2000. Esta cifra se explica, en gran parte, por el comportamiento de los componentes de energía y bienes intermedios, que reflejaron,

a su vez, el descenso de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Tras alcanzar un nivel máximo del 6,7% en octubre del 2000, las tasas de variación interanuales de los precios industriales disminuyeron de forma significativa, hasta situarse en una tasa de crecimiento negativa del 1,1% en diciembre del 2001 (véase gráfico 14).

Por lo que se refiere a los bienes de equipo y de consumo, la tasa media de crecimiento de los precios en el 2001 fue superior a la observada en el 2000, como consecuencia, principalmente, de los efectos indirectos asociados a los anteriores aumentos de los precios de importación y, en especial, de la energía. Sin embargo, la tendencia al alza de las tasas de crecimiento interanuales de estos componentes se detuvo en el 2001, en consonancia con la opinión de que los efectos indirectos

que determinan el avance de estos componentes disminuyeron en el segundo semestre del 2001.

Continuó la moderación salarial en el 2001

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente en los dos primeros trimestres del 2001, en comparación con el año anterior (véase gráfico 15). En el tercer trimestre, la tasa de crecimiento descendió en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,4%, 0,3 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el último trimestre del 2000. Por el contrario, entre el segundo y el tercer trimestre del 2001, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora del sector de empresas no agrarias se incrementó

Recuadro 3

Incidencia del cambio de moneda sobre los precios de consumo de la zona del euro

Tras la introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002, todos los precios de la zona del euro se convirtieron a la nueva moneda. Se han expresado temores, reflejados en los resultados de encuestas de la Comisión Europea, de que el cambio de moneda pudiera dar lugar a aumentos generalizados de los precios. En el presente recuadro se analizan los principales argumentos y hechos relacionados con una posible incidencia al alza o a la baja del cambio de moneda sobre los precios de consumo.

Los argumentos económicos señalan posibles presiones tanto al alza como a la baja sobre los precios

El cambio de moneda podría afectar a los precios como consecuencia, principalmente, de tres factores: la traslación de los costes, los denominados costes de menú y el redondeo para presentar nuevos precios más atractivos. Por lo que se refiere a los costes, las empresas han tenido que hacer frente a costes extraordinarios (tales como inversiones en informática y formación del personal), que podrían trasladar a los clientes para conservar sus márgenes de beneficios. Aunque limitada, la información disponible indica que los costes pueden haber sido relativamente modestos. Por otro lado, se trata de costes de carácter transitorio, que se han producido en un período más prolongado. Además, los costes de precios variables (denominados también costes de menú), que dan lugar a ajustes de precios relativamente poco frecuentes, pueden haber llevado a los minoristas a hacer coincidir sus periódicos reajustes de precios con el cambio de moneda. Ello originaría una concentración inusual de distintas variaciones de precios en un período cercano al cambio de moneda, lo que podría repercutir sobre el perfil estacional normal. Sin embargo, a más largo plazo, la inflación media no se vería afectada. Otro riesgo de subida de los precios procede de la posibilidad de que las empresas efectúen un redondeo al alza para presentar precios en euros más atractivos, con el fin de mejorar sus márgenes de beneficios. Los precios atractivos o psicológicos (que terminan, por ejemplo, con un nueve) son una práctica muy extendida en el comercio minorista y las empresas podrían haber revisado sus precios en euros para que fuesen tan atractivos como los anteriores al cambio de moneda. Sin embargo, con toda probabilidad, este reajuste de precios supondría un redondeo tanto al alza como a la baja, cuya incidencia global neta no está clara a priori.

No obstante, existen varios factores que deberían dificultar un aumento generalizado de los precios. Por ejemplo, la competencia en la mayor parte de los mercados de la zona del euro parece ser lo suficientemente fuerte como para limitar, desde el primer momento, las presiones al alza sobre los precios. En efecto, las empresas pueden incluso reducir los precios para atraer nuevos clientes o ampliar su cuota de mercado. Además, en el estado actual de la demanda, las oportunidades de elevar los precios se ven reducidas. Por otro lado, se ha pedido a los consumidores, tanto a nivel individual como de organizaciones, que se mantengan vigilantes y sigan la situación de cerca, ayudados por el hecho de que los precios deben figurar en las dos monedas, con lo que a los comerciantes les resulta más difícil subirlos. Asimismo, todas las administraciones centrales se han comprometido a que la conversión de los precios, tasas y gastos administrados sea neutral o a favor del cliente, y se ha pedido a las administraciones locales que sigan el ejemplo. La experiencia histórica de conversiones del efectivo, como la adopción del sistema decimal en el Reino Unido e Irlanda en 1971, muestra también que el efecto neto sobre los precios es muy limitado.

Estos argumentos sugieren que la incidencia general del cambio de moneda sobre los precios será, probablemente, limitada en el conjunto de la zona del euro. Por otro parte, debería extenderse a lo largo de un período de tiempo más prolongado, y algunos minoristas y proveedores se han comprometido a no subir los precios durante el período de conversión. La estrecha vigilancia de los precios por parte de los consumidores durante dicho período puede haber adelantado o retrasado los reajustes de precios. Si bien todo efecto sobre la inflación debería ser de carácter transitorio, a más largo plazo, la mayor transparencia de los precios y la competencia deberían contener las presiones sobre los precios.

La evidencia empírica señala sólo un efecto limitado

En el 2001, los institutos nacionales de estadística, el Eurosistema y las organizaciones de consumidores han efectuado un seguimiento de los precios psicológicamente atractivos en varios países de la zona del euro¹. Estas instituciones han intentado estimar el impacto efectivo de la conversión de los precios al euro, realizando un estrecho seguimiento de la dinámica de precios de una selección de bienes de consumo que suelen ofrecerse a precios atractivos. Cabe observar que es extremadamente difícil determinar los efectos del cambio de moneda, dado que cualquier variación de precios puede deberse a la introducción de la nueva moneda (- mediante el redondeo de los precios o la traslación de los costes del cambio de moneda) o simplemente reflejar variaciones en otros componentes del precio de coste (salarios, precios de importación, etc.) o en los márgenes de beneficios. Con esta advertencia, los resultados de estos ejercicios de seguimiento confirman que el impacto del cambio de moneda sobre la evolución de los precios ha sido, hasta este momento, bastante limitado. Si bien existen evidencias de que, en algunos países, se han producido en los últimos meses aumentos de precios inducidos por el euro en ciertos productos, estas variaciones han tenido una incidencia mínima sobre el IAPC general en los distintos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Para enero del 2002, las estimaciones de Eurostat atribuyen al cambio de moneda entre 0 y 0,16 puntos porcentuales de la tasa de variación intermensual del IAPC, cifrada en el 0,5%. Asimismo, los resultados de las encuestas de opinión realizadas por los BCN y otras organizaciones confirman, en general, que el cambio de moneda no ha tenido una repercusión significativa sobre los precios.²

En conclusión, los argumentos económicos sugieren que la introducción de la nueva moneda habría tenido una incidencia limitada sobre los precios. La evolución observada hasta este momento indica que no se han producido aumentos importantes o generalizados de los precios tras el cambio de moneda. La introducción del euro incrementará la transparencia de los precios en toda la zona del euro, lo que debería fomentar el arbitraje y reforzar la competencia. Ello contendría los futuros aumentos de precios, redundando, finalmente, en beneficio de los consumidores.

¹ Véase, por ejemplo, "Appendix: price analysis in the period of changeover from the D-Mark to the euro", *Boletín Mensual del Deutsche Bundesbank*, noviembre del 2001, y "Effects of the euro changeover on consumer prices in Finland", *Statistics Finland and the Ministry of Finance*, junio del 2001.

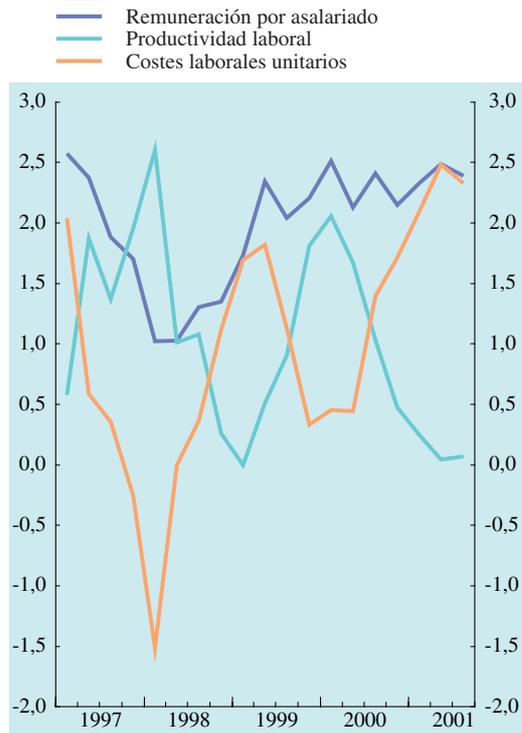
² Véase, por ejemplo, la nota de prensa de National Bank van België/Banque Nationale de Belgique, "The January 2002 survey on the introduction of the euro", 6 de marzo de 2002.

Gráfico 14**Desagregación de los precios industriales de la zona del euro***(tasas de variación interanuales; datos mensuales)*

Fuente: Eurostat.

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

en 0,5 puntos porcentuales, situándose en el 3,4%, e interrumpiéndose así la tendencia decreciente observada a partir del primer trimestre del 2000. Sin embargo, deben considerarse con cautela las variaciones de este indicador, dado que su evolución se ha visto afectada por una serie de distorsiones estadísticas. Los datos nacionales disponibles indican que los salarios nominales también siguieron creciendo moderadamente en el cuarto trimestre del 2001.

Gráfico 15**Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo en la zona del euro***(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)*

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Reflejando la recesión cíclica de la economía de la zona del euro, la tasa de variación interanual de la productividad del trabajo descendió en los dos primeros trimestres del 2001, aunque creció ligeramente en el tercer trimestre. Como consecuencia de este comportamiento y de la evolución de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó en los dos primeros trimestres del 2001 y disminuyó en 0,2 puntos porcentuales, situándose en el 2,3%, en el tercer trimestre.

4 Producto, demanda y mercado de trabajo

El crecimiento del PIB real se ralentizó durante el año 2001 debido a una conjunción de factores adversos

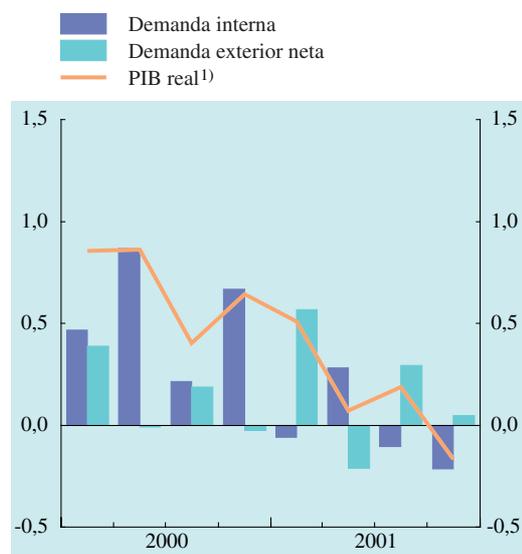
El crecimiento económico de la zona del euro comenzó a ralentizarse en el segundo semestre del 2000, como resultado, en parte, del impacto negativo del prolongado incremento de los precios del petróleo sobre el consumo y la inversión. En el 2001, el crecimiento se desaceleró aún más, debido a una conjunción de factores adversos que afectaron tanto a la demanda interna como a la externa y que se pusieron de manifiesto en una menor actividad de la industria y de los servicios. En primer lugar, la mayor inflación registrada en el primer semestre del año, consecuencia de los importantes aumentos experimentados en los precios de la energía y de los alimentos, moderaron el crecimiento de la renta real disponible. En segundo lugar, el deterioro del entorno exterior, que tuvo su origen, principalmente, en la desaceleración experimentada en Estados Unidos a finales del 2000,

limitó el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro y acentuó la incertidumbre sobre las decisiones de inversión y, en menor medida, de consumo. En tercer lugar, los atentados terroristas del 11 de septiembre en Estados Unidos y sus secuelas se tradujeron en un nuevo y fuerte incremento de la incertidumbre, que se reflejó en un nuevo empeoramiento de la confianza de los productores y los consumidores de la zona del euro. Por consiguiente, si bien durante los meses de verano se hicieron patentes algunos indicios preliminares de recuperación del crecimiento de la zona del euro, posteriormente esta recuperación se retrasó. Según Eurostat, el crecimiento del PIB real en el 2001 fue del 1,5%, tras la alta tasa del 3,4% observada en el año 2000 (véase cuadro 6). Sin embargo, las variables económicas fundamentales de la zona del euro han seguido siendo sólidas. La disminución de la inflación y las favorables condiciones financieras conducen al fortalecimiento paulatino de la demanda interna.

Gráfico 16

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

(contribuciones trimestrales, en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Todos los datos están desestacionalizados.

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

Débil crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones

Las menores contribuciones al crecimiento del PIB real tanto de la demanda interna como de las exportaciones pusieron de manifiesto el efecto adverso que tuvieron en ellas las altas tasas de inflación, el deterioro del entorno exterior y la mayor incertidumbre. La demanda interna, que fue el principal factor determinante del intenso crecimiento experimentado entre los años 1998 y 2000, también lo fue de la desaceleración del PIB real ocurrida en el 2001 (véase gráfico 16). En este año, la demanda interna final (es decir, la demanda interna sin variación de existencias) contribuyó al crecimiento en 1,4 puntos porcentuales, mientras que, en los tres años anteriores, su contribución se había situado en torno a los 3 puntos porcentuales. Por otra parte, la variación de inventarios tuvo una contribución negativa de 0,5 puntos porcentuales, mientras que en el año anterior fue nula. Por el contrario la contribución al creci-

Cuadro 6

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
Producto interior bruto real	2,6	3,4	1,5	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	0,6	0,5	0,1	0,2	-0,2
<i>del cual:</i>													
Demanda interna	3,2	2,8	0,9	2,3	1,7	1,1	0,8	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
Consumo privado	3,2	2,5	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,0	0,4	0,1	0,1
Consumo público	2,1	1,9	2,0	1,7	2,0	1,9	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,5	4,4	-0,2	3,4	1,8	0,3	-1,1	-1,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8
Variación de existencias ^{3) 4)}	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,2
Demanda exterior neta ³⁾	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,3	0,0
Exportaciones ⁵⁾	5,3	12,2	3,4	12,2	8,6	5,6	1,8	-1,8	2,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,9
Importaciones ⁵⁾	7,2	10,9	1,8	11,1	6,9	4,4	0,2	-3,7	3,0	-1,6	0,1	-1,3	-1,1
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excl. construcción	0,8	4,5	1,0	4,3	3,6	1,5	0,7	-1,5	0,7	1,1	-1,0	-0,1	-1,6
Construcción	2,4	1,8	-0,6	0,6	-0,8	-0,5	-0,6	0,4	0,0	0,3	-0,9	0,0	0,2
Servicios de mercado ⁶⁾	4,0	4,5	3,1	4,2	3,7	3,4	2,9	2,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

6) Incluye comercio, transporte, comunicaciones, finanzas y actividades empresariales.

miento de la demanda exterior neta fue de 0,6 puntos porcentuales en el 2001, sin cambios con respecto a la realizada en el año 2000, lo que es atribuible a que el descenso observado en el crecimiento de las exportaciones se vio contrarrestado por una disminución en el crecimiento de las importaciones.

El consumo privado creció un 1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2001, tras registrar unas tasas de expansión más moderadas en el segundo semestre del 2000. Este crecimiento se debió al efecto que tuvo la reducción de los impuestos directos, efectuada en una serie de países de la zona del euro a finales del 2000 y a principios del 2001, sobre la renta real disponible de los hogares. Sin embargo, la pérdida de poder adquisitivo derivada de las elevadas tasas de inflación registradas en los primeros meses del 2001 contrarrestó este efecto beneficioso. Tras el primer trimestre, el crecimiento

del consumo privado se debilitó y siguió siendo moderado durante el resto del año, a pesar de que las menores tasas de inflación favorecieron el crecimiento de la renta real disponible en el segundo semestre del 2001. Este hecho podría haberse debido al ajuste retrasado e incompleto del gasto en consumo tanto a las reducciones impositivas como a la mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas de crecimiento y de empleo, resultantes, en parte, del deterioro del entorno exterior. En el 2001, el consumo privado creció un 1,8%, tras el 2,5% del año anterior. A finales del 2000, la confianza de los consumidores se situaba aún en cifras históricas, pero, más tarde, comenzó a descender considerablemente cuando los componentes relacionados con las expectativas de creación de empleo y con las perspectivas económicas generales comenzaron a deteriorarse fuertemente debido a la creciente incertidumbre general (véase gráfico 17).

En el año 2001, la formación bruta de capital fijo disminuyó un 0,2% con respecto al año anterior, tras haber registrado un intenso crecimiento, superior al 5% de 1998 y 1999 y al 4% del año 2000. El moderado comportamiento de la inversión queda explicado, al menos en parte, por la presión a la baja que ejercieron sobre la rentabilidad los altos precios del crudo y la débil demanda tanto interna como externa, como pone de manifiesto el descenso en la utilización de la capacidad productiva. El deterioro del entorno exterior a lo largo del año 2001 también aumentó la incertidumbre relativa al momento de la recuperación, incertidumbre acentuada por los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos. Por lo tanto, las empresas retrasaron sus decisiones de inversión, a pesar de las favorables condiciones de financiación y del mantenimiento de la moderación salarial.

El crecimiento de las exportaciones y las importaciones disminuyó a un ritmo prácticamente similar

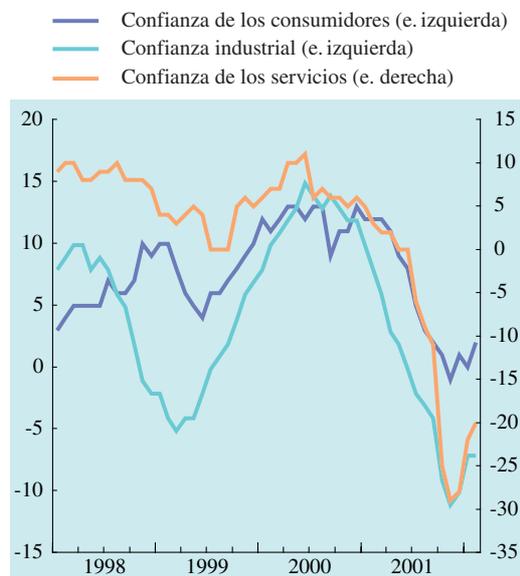
Las exportaciones y las importaciones de la zona del euro aumentaron un 3,4% y un 1,8%, respectivamente, en el año 2001, situándose en ambos casos el crecimiento unos 9 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en el 2000. En consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el 2001 apenas experimentó variaciones con respecto al año anterior.

Los datos de contabilidad nacional para las exportaciones y las importaciones de la zona del euro incluyen el comercio entre los países de la zona y, por lo tanto, reflejan influencias tanto externas como internas. Los datos del comercio de bienes en términos reales dentro y fuera de la zona del euro procedentes de las estadísticas de comercio exterior sugieren que el descenso de la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro comenzó aproximadamente al mismo tiempo que el de las exportaciones entre los países de la zona, aunque fue ligeramente más intenso a lo largo

Gráfico 17

Indicadores de confianza de la zona del euro

(Saldos netos, %)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Todos los datos están desestacionalizados y se calculan como desviaciones de la media desde enero de 1985 para la confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995, para la confianza de los servicios.

del 2001. Sin embargo, los factores determinantes de estos descensos fueron diferentes, pues mientras en las exportaciones a países de fuera de la zona euro incidió principalmente la desaceleración de la demanda exterior a lo largo del año, las exportaciones entre los países de la zona reflejaron sobre todo, el debilitamiento de la demanda interior de la UEM en su conjunto.

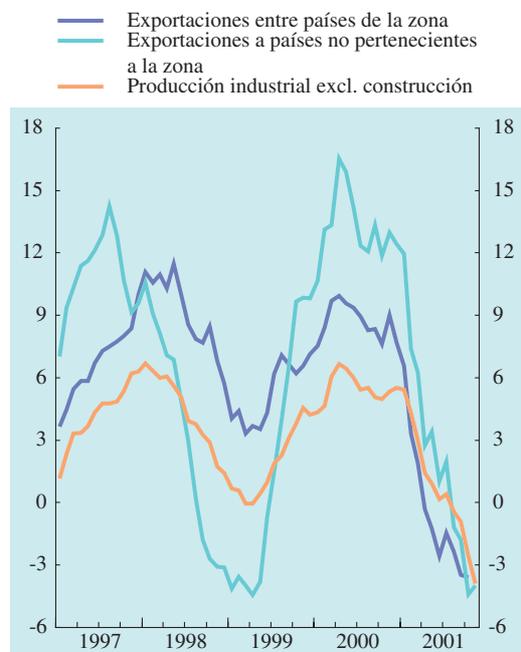
El grado de dispersión del crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro se redujo en el 2001

En el 2001, el diferencial de crecimiento del PIB entre los dos países de la zona del euro que registraron la tasa de crecimiento más alta y la más baja pasó a situarse en torno a 5,5 puntos porcentuales, desde los 8,5 puntos porcentuales del año 2000. La desviación típica se redujo hasta situarse aproximadamente en 1,7 puntos porcentuales, desde los 2,5 puntos porcentuales del año anterior.

Gráfico 18

Exportaciones de bienes y producción industrial de la zona del euro

(en términos reales, tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

El crecimiento medio interanual del PIB real experimentó un acusado descenso en todos los países de la zona del euro, sin excepción, aunque el grado de la desaceleración fue ligeramente diferente.

La desaceleración en el crecimiento del PIB real tuvo inicialmente su origen en la contracción de la actividad industrial

Los desfavorables factores externos incidieron de forma más acusada y directa en la producción del sector industrial. En el año 2001, el crecimiento del valor añadido real en la industria, excluida la construcción, fue del 1%, frente a una tasa superior al 4% en el año anterior (véase cuadro 6). En términos intertrimestrales, el crecimiento fue positivo en el primer trimestre del 2001, pero se tornó negativo en el resto del año. Este comportamiento conformó en gran medida la evolución del crecimiento del PIB real.

El descenso de la producción en la industria, excluidas la construcción y la energía, comenzó en el primer trimestre del 2001 y se debió, inicialmente, a las reducciones registradas en los sectores de bienes intermedios y de bienes de consumo (véase cuadro 7). En el segundo trimestre, una disminución en el sector de bienes de equipo acentuó el descenso de la producción total. En el 2001, el crecimiento de la producción sufrió una fuerte reducción en los sectores de bienes de equipo y de bienes intermedios, situándose, en ambos casos, 7 puntos porcentuales por debajo del 2000. En los sectores sensibles a las exportaciones, esta reducción refleja, en particular, el impacto negativo del deterioro del entorno exterior, reforzado por la desaparición de las elevadas tasas de crecimiento en los sectores productores de bienes de información y de comunicación. En la zona del euro, el crecimiento experimentado en la fabricación de equipamiento de radio, televisión y comunicaciones, así como en la fabricación de ordenadores y maquinaria de oficina, pasó de alrededor de un 20% en el 2000 a, aproximadamente, un 2% en el 2001. Si bien el crecimiento en el sector de bienes de equipo siguió siendo positivo en el año 2001, en el sector de bienes intermedios fue negativo. El descenso en el sector de bienes de consumo fue relativamente limitado, del 2,4% en el 2000 a cero en el 2001, debido, principalmente, a la ligera desaceleración registrada en la producción de bienes de consumo no duradero, mientras que en el caso de los bienes de consumo duradero la desaceleración fue mucho más pronunciada.

La producción en el sector de la construcción, medida por el valor añadido real, se redujo un 0,6% en el 2001, tras crecer alrededor de un 2% en los dos años anteriores. El menor crecimiento registrado en el 2001 obedeció, en su mayor parte, a la moderada actividad observada en la construcción durante el primer semestre del año, mientras que hubo indicios de estabilización en el segundo semestre. La debilidad en este sector puede atribuirse a una serie de factores; en concreto, la construcción de viviendas y de oficinas había aumentado en los últimos años de

Cuadro 7

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación)

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
Total industria, excl. construcción	2,0	5,5	0,2	5,2	4,3	0,9	-0,4	-3,9	1,6	-0,4	-1,1	-0,5	-1,9
<i>por principales destinos económicos:</i>													
Total industria, excl. construcción y energía ¹⁾	1,8	5,8	-0,2	5,5	4,5	0,5	-0,7	-4,8	1,4	-0,3	-1,6	-0,2	-2,3
Bienes intermedios	1,5	5,8	-1,3	5,1	2,9	-0,2	-1,6	-6,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,5	-2,6
Bienes de equipo	2,4	8,6	1,4	8,9	8,1	1,6	0,3	-3,8	1,7	0,6	-1,7	-0,5	-1,9
Bienes de consumo	1,7	2,4	0,0	2,0	3,3	0,4	0,0	-3,4	1,3	-1,7	0,4	0,1	-2,1
Duraderos	1,3	5,8	-2,6	4,0	3,1	-1,8	-3,8	-7,5	1,3	-1,1	-2,0	-1,5	-2,2
No duraderos	1,8	1,7	0,5	1,6	3,3	0,8	0,8	-2,5	1,3	-1,8	0,9	0,4	-2,0
Energía	1,6	1,5	0,4	0,1	-1,6	1,0	0,7	1,9	-1,8	-0,0	1,7	0,3	0,1
Industria manufacturera	1,9	5,9	0,1	5,8	5,2	0,9	-0,5	-4,6	1,9	-0,4	-1,5	-0,6	-2,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

fuerte crecimiento económico, generando un exceso de oferta en algunos países. Además, puede que la mayor incertidumbre existente en el 2001 con respecto a las perspectivas de crecimiento y de empleo haya llevado a empresas y hogares, pese a las favorables condiciones de financiación, a retrasar las inversiones que supongan un alto grado de compromiso e irreversibilidad.

La evolución de la actividad en el sector servicios fue ligeramente a la zaga de la del sector industrial

El crecimiento del valor añadido real en el sector servicios se redujo en torno al punto porcentual en el 2001, debido, principalmente, al menor crecimiento registrado por los servicios de mercado, que pasaron del 4,5% en el año 2000 al 3,1% en el 2001. Es probable que las principales perturbaciones que afectaron al crecimiento económico de la zona del euro en el 2001 hayan tenido un impacto negativo directo en la actividad de los servicios de mercado. Por ejemplo, los elevados precios del petróleo y los atentados terroristas han tenido efectos adversos en las actividades relacionadas con el transporte. Además, el

descenso en el crecimiento de la producción en los servicios de mercado podría ser una respuesta diferida a la caída de la actividad industrial, considerando que una gran parte de las actividades de servicios guardan relación con el proceso de producción del sector industrial.

El crecimiento del empleo se desaceleró de forma pronunciada en el 2001

Se estima que, en promedio, en el año 2001 el empleo de la zona del euro se incrementó a un ritmo más lento (en torno al 1,4%) que en los tres últimos años, es decir, comparado con el 2,1% en el 2000 y el 1,6% en 1998 y 1999 (véase cuadro 8). La tasa de crecimiento intertrimestral del empleo se desaceleró de forma acusada a lo largo del año, desde el 0,5% en el último trimestre del 2000 hasta niveles cercanos a cero en el último trimestre del 2001, lo que refleja, con retraso, la ralentización de la actividad económica observada desde el segundo semestre del año 2000.

Todos los sectores contribuyeron a la desaceleración del crecimiento total del empleo en el 2001 (véase cuadro 8). La brusca reducción

Cuadro 8

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanuales y porcentajes)

	1999	2000	2001	1999 III	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
Población activa	0,7	0,9	.	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	.
Empleo	1,6	2,1	.	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	.
Agricultura ¹⁾	-2,9	-1,5	.	-2,8	-2,5	-1,9	-1,8	-1,6	-0,8	-0,0	-0,6	-1,3	.
Industria ²⁾	0,3	1,0	.	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	.
– excl. construcción	-0,0	0,8	.	-0,2	-0,1	0,1	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	.
– construcción	1,0	1,6	.	1,3	1,3	2,4	1,5	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	.
Servicios ³⁾	2,6	2,8	.	2,5	2,4	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	.
Tasas de desempleo ⁴⁾													
Total	9,8	8,8	8,3	9,7	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,4
Menores de 25 años	19,2	17,4	16,5	18,9	18,3	18,0	17,5	17,2	16,7	16,5	16,5	16,5	16,7
De 25 años o mayores	8,5	7,7	7,2	8,4	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,3

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

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

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

3) Excluye organismos extraterritoriales.

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

del crecimiento del empleo en los servicios de mercado (comercio, transporte, finanzas y servicios a empresas), que representan algo más de un tercio del empleo total, parece haber sido el principal factor determinante de la ralentización del crecimiento del empleo. Tras un aumento relativamente intenso del empleo industrial en el 2000, el crecimiento del empleo cayó en los tres primeros trimestres del 2001 tanto en la construcción como en la industria manufacturera, sectores que, normalmente, son muy sensibles a la evolución de la actividad económica. El empleo en el sector agrícola siguió disminuyendo en el 2001, aunque a un ritmo algo menor que en los últimos años. Con una tasa media de crecimiento interanual superior al 2,1% en los primeros tres trimestres del 2001, el sector servicios continuó impulsando la creación neta de empleo, aunque a un ritmo menor que en el 2000.

El desempleo se mantuvo prácticamente estable en el 2001

La tasa de paro normalizada fue del 8,3%, en promedio, en el 2001, frente al 8,8% registrado en el 2000. A diferencia del fuerte e ininterrumpido descenso del paro observado

desde mediados de 1997 hasta finales del 2000, la tasa de desempleo de la zona del euro cayó ligeramente entre enero y abril del 2001, se estabilizó entre mayo y agosto y aumentó en la última parte del año, en consonancia con la desaceleración del crecimiento del empleo (véase gráfico 19). El número de parados en la zona del euro disminuyó sólo en 7.000 personas a lo largo del año, frente a los más de un millón al año en el período comprendido entre 1998 y 2000. En el año 2001, había, en promedio, alrededor de 11,4 millones de parados en la zona del euro, un nivel observado por última vez en 1992. Esta evolución se produjo en un contexto de crecimiento sostenido de la población activa (en torno al 0,9%) en el 2001.

Si bien la evolución poco favorable del mercado de trabajo ha influido negativamente en todos los grupos de edad y en los dos sexos, aquellos afectados por un mayor desempleo, es decir, las mujeres y los jóvenes, no parecen haber sufrido más con la recesión económica reciente. En general, la tasa de desempleo juvenil se mantuvo prácticamente estable en el 16,7% entre el último trimestre del 2000 y el último trimestre del 2001, mientras que la tasa de paro de los mayores de 25 años registró un descenso de 0,1 puntos porcentuales

Recuadro 4

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

Las reformas estructurales encaminadas a aumentar la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo pueden generar importantes beneficios económicos y reducir los costes de ajuste asociados a las perturbaciones económicas. En este contexto, el Consejo Europeo de Lisboa de marzo del 2000 subrayó la importancia de las reformas estructurales en el fomento del crecimiento y del empleo en la UE. En particular, el Consejo Europeo considera las reformas de los mercados de productos y de trabajo como condición fundamental para que la UE se convierta en la economía más competitiva y dinámica del mundo. Este mensaje volvió a ser confirmado en las conclusiones de los Consejos Europeos de Estocolmo, Laeken y Barcelona del 2001 y del 2002. El presente recuadro analiza brevemente los avances realizados con las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro durante el año 2001.

En los últimos años se habían producido algunos avances en los mercados de productos de la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a la integración de los mercados de bienes y a las reformas en la normativa de las industrias de red. La integración de los mercados de productos recibió un impulso en el 2001, si bien algunas de las medidas acordadas sólo se aplicarán dentro de unos años. El porcentaje medio de Directivas del Mercado Interior que no se han llevado a la práctica en los países de la zona del euro pasó de, aproximadamente, un 3,3% en noviembre del 2000 a alrededor del 2,7% en octubre del 2001. Además, el Consejo de Ministros adoptó, en ese mismo mes, el Estatuto Europeo para las Empresas. Este Estatuto ofrece a las empresas la opción de crear una compañía, que puede, entonces, operar en toda la UE, sujeta a la legislación comunitaria directamente aplicable en todos los Estados miembros. En cuanto a las reformas en la normativa de las industrias de red, se alcanzó un acuerdo sobre una liberalización de mayor alcance – aunque todavía incompleta – del sector postal de la UE. Por otra parte, se acordó un nuevo paquete de Directivas relativas a las reformas del sector de las telecomunicaciones. En la medida en que estas reformas consigan aumentar el nivel de la competencia de hecho en los mercados de productos de la zona del euro, es probable que tengan un efecto reductor de los precios de consumo y que mejoren las perspectivas de crecimiento y empleo a largo plazo.

A pesar de las favorables perspectivas descritas, el ritmo de la liberalización ha diferido considerablemente entre los Estados miembros, y sus cuotas de mercado se han mantenido muy altas. Cabe señalar también que, en el 2001, los Estados miembros no se han puesto de acuerdo sobre una serie de importantes proyectos de reforma, como el borrador de Directiva sobre adquisiciones y una patente para el conjunto de la UE. El Consejo Europeo de Barcelona decidió que todos los consumidores europeos que no sean hogares podrán elegir libremente los proveedores de gas y electricidad a partir del año 2004. Sin embargo, no se produjo ningún compromiso con respecto a la apertura del mercado a los hogares. Además, en la mayoría de los países, la distribución de la electricidad y el gas sigue siendo, legalmente, un monopolio regional o local y existe el riesgo de que la mayor parte de los beneficios de la liberalización quede en manos de estos monopolistas y no se traslade a los consumidores.

En cuanto a los *mercados de trabajo*, las reformas estructurales no han sido uniformes en todos los países, ya que, al contrario de lo ocurrido en los mercados de productos, donde la puesta en marcha de reformas estructurales suele estar relacionada con la aplicación de las Directivas de la CE, la reforma de los mercados de trabajo de la UE depende en mayor medida de las iniciativas nacionales.

En el año 2001, algunos países de la zona del euro pusieron en marcha reformas para reducir la carga impositiva sobre el trabajo, con vistas a aumentar los incentivos a incorporarse al mercado de trabajo. Estos esfuerzos continuaron la tendencia de reducir los impuestos y las contribuciones a la seguridad social, que se acentuó en los años noventa. Una serie de países miembros también han acordado o han puesto en práctica medidas para mejorar el proceso de búsqueda de empleo, bien tratando de aumentar los incentivos a trabajar mediante reformas del sistema de prestaciones por desempleo o bien tratando de incrementar la eficiencia de los servicios prestados por las agencias de empleo. Por último, se han tomado algunas medidas para ampliar el uso de los contratos a tiempo parcial. En la agenda del 2001 no se contempló reducir la rigidez de la legislación de protección del empleo.

La existencia de niveles elevados y persistentes de desempleo y de una baja participación laboral en varios países de la zona del euro indican la necesidad de emprender nuevas reformas de mayor calado en los mercados de trabajo. Entre ellas, las de mayor importancia son: la flexibilización de los salarios y una mayor diferenciación salarial, las reformas de los sistemas impositivos y de protección social que fomenten la búsqueda de empleo en lugar de la no participación, mejoras en la educación, el aprendizaje y la formación permanente que eviten la depreciación y la obsolescencia del capital humano y normativas menos restrictivas sobre la protección del empleo. Dicho esto, el crecimiento del empleo y la reducción del desempleo durante la fuerte expansión económica del período 1997-2000 han sido mayores que anteriormente en los años noventa, lo que indica que las reformas de los mercados de trabajo efectuadas en la zona del euro en los últimos años han avanzado en la dirección correcta.

En resumen, se están eliminando gradualmente los obstáculos existentes a la flexibilidad y a la competencia en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro, pero, si se desea transformar la UE en la economía más competitiva y dinámica del mundo, los esfuerzos que han de realizarse son considerables. Como se subrayó en el Consejo Europeo de Barcelona del año 2002, hay que hacer especial hincapié en las políticas de fomento del empleo y de integración de los mercados europeos.

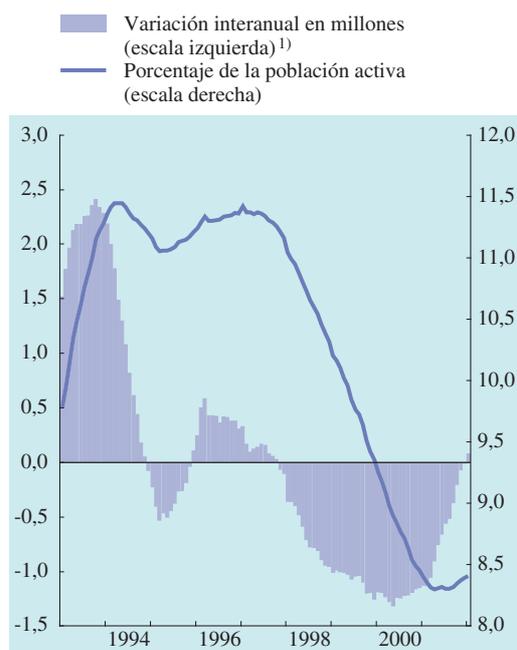
en el mismo período, hasta situarse en el 7,3%. El paro siguió una tendencia similar en estos dos colectivos, descendiendo hasta la primavera del 2001 y aumentando desde finales de verano a diciembre del 2001. Mientras que la tasa de desempleo masculino se incre-

mentó durante el año 2001, la tasa de paro femenino siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento que en el 2000. Por lo tanto, en el 2001 la diferencia entre la tasa media de paro masculino (6,9%) y la tasa de paro femenino (10,2%) continuó estrechándose ligeramente. En conjunto, la convergencia de las tasas de desempleo entre los distintos grupos de edad y entre los dos sexos, especialmente notoria durante el período de fuerte crecimiento económico comprendido entre 1997 y 2000, continuó en el año 2001 en el caso de los sexos y se detuvo en los grupos de edad.

Gráfico 19

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

El paro creció en la mayoría de los países de la zona del euro. Sin embargo, algunos países con tasas de paro elevadas registraron ligeras mejoras en la evolución del desempleo durante el año 2001. En consecuencia, la dispersión de las tasas de paro de los países de la zona del euro siguió estrechándose en el 2001.

La evolución relativamente favorable del empleo en la zona del euro durante los últimos años puede atribuirse, en parte, a las reformas efectuadas en los mercados de productos y de trabajo y al mantenimiento de la moderación salarial. Los últimos avances de las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo se resumen en el recuadro 4.

5 Evolución de las finanzas públicas

Deterioro de los saldos presupuestarios en el año 2001

El saldo presupuestario medio de la zona del euro se deterioró en el 2001 por primera vez desde 1993. Los datos más recientes disponibles de Eurostat muestran un déficit del 1,3% del PIB, en comparación con un déficit del 0,8% en el 2000 (ambas cifras excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS) (véase cuadro 9). Incluyendo los ingresos procedentes de dichas licencias, el superávit del 0,2% del 2000 se transforma en un déficit del 1,3% del PIB en el 2001. Los factores que explican este deterioro presupuestario son el funcionamiento de los estabilizadores automáticos que operan en un contexto de ralentización de la actividad económica, y la puesta en práctica de importantes recortes fiscales en algunos países de la zona del euro sin una suficiente reducción compensatoria del gasto público. En consecuencia, la mayoría de los países no lograron alcanzar los equilibrios presupuestarios planeados en los programas de estabilidad que presentaron a finales del 2000 y principios del 2001. En conjunto, el incumplimiento de estos objetivos alcanzó una magnitud de alrededor del 0,7% del PIB.

Aunque el déficit medio de la zona del euro se deterioró, algunos países consiguieron mejorar sus saldos presupuestarios en el 2001 (Grecia, España, Italia y Austria) debido en parte, en algunos casos, a los efectos retardados sobre los ingresos fiscales del alto crecimiento económico que se alcanzó en el 2000 y de algunas medidas puntuales. Mientras que en el 2001 siete países registraban presupuestos equilibrados o con superávit y un país presentaba un déficit inferior al 0,5% del PIB, los restantes cuatro países (Alemania, Francia, Italia y Portugal) siguieron arrojando déficit relativamente elevados. En Alemania y Portugal, los déficit registrados se situaban incluso alrededor de un punto porcentual por encima del objetivo incluido en la última ronda de los programas de estabilidad. En el 2001,

tanto el déficit portugués, del 2,2% del PIB, como, y muy especialmente, el alemán, del 2,7% del PIB, no distaban mucho del valor de referencia del 3% establecido en el Tratado de Maastricht. Sólo cuatro países (España, Luxemburgo, Austria y Finlandia) alcanzaron los objetivos de sus anteriores programas de estabilidad, y dos de ellos (Luxemburgo y Austria) superaron con creces sus objetivos presupuestarios.

La *ratio* de gasto público disminuyó ligeramente en la zona del euro en el año 2001, como consecuencia de la continua disminución de los gastos por intereses. La *ratio* de gasto primario aumentó levemente, tras haber disminuido alrededor de 0,75 puntos porcentuales en el 2000. Sólo la mitad de los países consiguieron reducciones de su *ratio* de gasto público sobre el PIB mayores que la citada. La inversión pública de la zona del euro se estabilizó en el 2001 en el 2,5% del PIB. Al igual que ocurriera en años anteriores, en el 2001 se excedieron en muchos países los objetivos sobre gastos en sanidad. Con algunas excepciones, la *ratio* de ingresos públicos disminuyó en el 2001 en todos los países de la zona del euro, principalmente a causa de importantes recortes fiscales y de reducciones de las contribuciones a la Seguridad Social en muchos Estados miembros (Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia).

La *ratio* de deuda pública de la zona del euro disminuyó un punto porcentual en el 2001, hasta situarse en el 69,1%. Esta disminución fue menor que la inicialmente programada, debido al deterioro de los saldos presupuestarios y a un crecimiento económico menor del esperado. Sin embargo, la *ratio* de deuda no aumentó en ninguno de los países de la zona del euro, a excepción de Portugal. La reducción fue especialmente importante en España y Grecia, con un descenso de más de 3 puntos porcentuales. Los ajustes entre déficit y deuda, que dejan la *ratio* de déficit sin cambios pero que tienen un impacto sobre

Cuadro 9**Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro***(en porcentaje del PIB)***Superávit (+) o déficit (-) de las Administraciones Públicas**

	1998	1999	2000	2001
Zona del euro	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3
Bélgica	-0,9	-0,6	0,1	0,0
Alemania	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7
Grecia	-2,4	-1,7	-0,8	-0,3
España	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5
Irlanda	2,3	2,3	4,5	1,7
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4
Luxemburgo	3,2	3,8	5,8	5,0
Países Bajos	-0,8	0,4	1,5	0,2
Austria	-2,4	-2,2	-1,9	0,1
Portugal	-2,3	-2,2	-1,9	-2,2
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	1998	1999	2000	2001
Zona del euro	73,7	72,6	70,1	69,1
Bélgica	119,3	115,0	109,3	107,5
Alemania	60,9	61,3	60,3	59,8
Grecia	105,0	103,8	102,8	99,7
España	64,6	63,1	60,4	57,2
Francia	59,5	58,5	57,4	57,2
Irlanda	55,1	49,6	39,0	36,6
Italia	116,4	114,5	110,6	109,4
Luxemburgo	6,3	6,0	5,6	5,5
Países Bajos	66,8	63,1	56,0	53,2
Austria	63,9	64,9	63,6	61,7
Portugal	54,8	54,2	53,4	55,6
Finlandia	48,8	46,8	44,0	43,6

*Fuente: Eurostat y BCE para los agregados monetarios.**Nota: Los datos se basan en el SEC 95. Los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.*

los niveles de deuda pública, supusieron un 0,3% del PIB en el 2001. Una explicación adicional de la limitada disminución de la *ratio* de deuda alude a que, en algunos países, los significativos ingresos obtenidos de las privatizaciones han sido utilizados para emprender otras transacciones financieras, como inyecciones de capital a las empresas públicas.

Según la Comisión Europea, tras la relajación de las políticas fiscales en el 2000, la orientación fiscal de la zona del euro fue menos restrictiva en el 2001, como muestra la disminución adicional registrada por el superávit

primario cíclicamente ajustado. Dicha relajación fue más evidente en algunos países, donde se implementaron importantes recortes fiscales sin suficientes restricciones compensatorias del gasto público. Sin embargo, más allá de esta relajación fiscal discrecional, los resultados presupuestarios del 2001 se vieron también significativamente afectados por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. El deterioro presupuestario, comparado con los objetivos iniciales del programa de estabilidad, refleja principalmente el impacto presupuestario de la ralentización económica en comparación con las proyec-

ciones macroeconómicas relativamente optimistas – retrospectivamente – en las que se basaban los planes presupuestarios iniciales para el 2001, ya que la mayoría de los países no obstaculizaron el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

Evaluación de los programas de estabilidad

La comparación entre los objetivos de los programas de estabilidad para el 2002 presentados a finales del 2001 y los incluidos en los programas presentados previamente, alrededor de un año antes, revela que la mayoría de los países han adaptado su objetivo presupuestario nominal a un contexto de deterioro económico. Esto refleja el empeoramiento

de los resultados presupuestarios del 2001 respecto de lo esperado, así como el funcionamiento de los estabilizadores automáticos en el 2002. En conjunto, la posición presupuestaria prevista para la zona del euro en el 2002 en los programas de estabilidad actualizados es ligeramente restrictiva.

Los países que todavía se enfrentan a desequilibrios fiscales necesitan hacer progresos hacia el logro de “posiciones cercanas al equilibrio o con superávit”. En la actualidad, el margen de maniobra de que disponen algunos de estos países para permitir que los estabilizadores automáticos continúen funcionando es muy limitado, porque los déficit nominales de estos países se han acercado al valor de referencia del 3% del PIB. Los déficit podrían

Recuadro 5

Política fiscal y crecimiento económico a largo plazo

Uno de los principales desafíos a que se enfrenta la zona del euro es el de aumentar sus perspectivas de crecimiento a largo plazo. Durante las últimas cuatro décadas, el crecimiento ha ido ralentizándose en la mayoría de los países de la zona del euro hasta llegar a una media de sólo el 2% durante la década de los noventa, un punto porcentual por debajo del de Estados Unidos. La falta de un contexto dinámico favorable a la inversión y la creación de empleo ha sido mencionada como el factor clave de este comportamiento relativamente deficiente. Con objeto de lograr una tasa de crecimiento potencial más alta será necesario emprender amplias reformas fiscales.

Contribución de las finanzas públicas al crecimiento a largo plazo

Los determinantes básicos del crecimiento son el ahorro, la inversión en capital físico y humano, el cambio tecnológico y el crecimiento del empleo. La vía principal por la que la política fiscal influye en estos determinantes del crecimiento es la de estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas, así como las políticas de impuestos y gastos. El papel representado por las políticas fiscales en la promoción del crecimiento potencial de la zona del euro, ha sido ambiguo.

La estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas

Dicha estabilidad y sostenibilidad requiere unos niveles bajos de déficit y deuda pública que refuercen las expectativas de estabilidad macroeconómica y propicien, tanto un marco predecible para la política fiscal, como unas condiciones favorables de financiación a largo plazo, lo que, a su vez, crea un medio favorable a los inversores, los innovadores y los empresarios.

Las políticas de gasto

El gasto público puede afectar también al crecimiento a través de su nivel y su orientación. Es necesario ponderar los programas de gasto en general, en relación con los costes de eficiencia de tales actividades (por ejemplo, en comparación con el sector privado), con los desincentivos que pueden generar sobre el trabajo, la inversión y el ahorro, y con las distorsiones creadas por los impuestos necesarios para financiarlos. Por ejemplo, unas prestaciones sociales generosas pueden generar fuertes desincentivos al trabajo. El sector público tiene una magnitud relativamente importante, también desde una perspectiva internacional, y el gasto público de la mayoría de los países de la zona del euro excede el 40% del PIB.

Las políticas impositivas

Las políticas impositivas son un importante determinante del crecimiento a largo plazo. En especial, unos altos impuestos sobre la renta personal, sobre los beneficios de las empresas y sobre las rentas del capital reducen los incentivos al trabajo, a la inversión en educación y en capital físico, así como al ahorro. En lo que se refiere a la eficiencia de la financiación del sector público a través de políticas impositivas, la situación no es aún satisfactoria, como tampoco lo es a nivel internacional. Los impuestos marginales sobre la renta y la carga impositiva media son aún relativamente altos, y el gasto público excede del 40% del PIB en la mayoría de los países de la zona del euro. Se han realizado algunos progresos en cuanto a la reestructuración de los sistemas impositivos y a la reducción de la carga fiscal marginal sobre las rentas, pero el margen de maniobra de las reducciones de impuestos es limitado, ya que deberían ir acompañadas de una contención suficiente del gasto.

Las políticas fiscales en la estrategia europea de crecimiento

En su reunión de Estocolmo de marzo del 2001, el Consejo Europeo acordó la adopción de una estrategia encaminada a mejorar la calidad y sostenibilidad de las finanzas públicas, con objeto de reforzar su contribución al crecimiento y el empleo. Esta estrategia se centra en tres vías principales de acción. En primer lugar, los gobiernos deberían contribuir a la creación de un entorno macroeconómico estable a través del saneamiento fiscal y de la reducción de la deuda pública, y deberían asimismo prestar un apoyo adicional al empleo y a la reforma de los sistemas de pensiones. En segundo lugar, deberían conseguir unos sistemas impositivos y de prestaciones sociales más favorables al empleo, a través de los recortes fiscales y la reforma de las prestaciones. Por último, deberían reconducir el gasto público hacia la acumulación de capital físico y humano. El informe sugiere una estrategia global que contribuyera al crecimiento económico y el empleo, al generar un círculo virtuoso de consolidación, sostenibilidad y crecimiento.

Para la consecución de estos objetivos, resulta esencial la creación de instituciones bien diseñadas que creen incentivos para las políticas que favorecen la estabilidad y sostenibilidad. Igualmente, debería prestarse atención a la reforma de la normativa que regula las instituciones y las políticas impositivas y de gasto público en los países de la zona del euro. Por consiguiente, se hace necesario un examen cuidadoso de las normas que regulan el grado de implicación de las Administraciones Públicas en la producción y distribución de bienes, servicios y seguridad social, así como de la forma en que dichas actividades se realizan en la práctica, un examen con vistas a introducir reformas allí donde se considere conveniente.

incluso exceder tal nivel si las medidas de saneamiento previstas fuesen menos efectivas de lo proyectado, si el gasto público volviese a superar las previsiones, o si la recuperación resultase ser más débil o se retrasase más de lo esperado en comparación con los supuestos relativamente optimistas respecto del crecimiento económico en que se basan algunos programas de estabilidad.

Los últimos programas de estabilidad confirman el compromiso de lograr unas posiciones presupuestarias equilibradas, por parte de Italia en el 2003 y por parte de Alemania, Francia y Portugal en el 2004. El mantenimiento de este compromiso impide que el objetivo a medio plazo de conseguir unas posiciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit se convierta en un objetivo móvil,

con lo que se preserva la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Sin embargo, las medidas requeridas para lograr tal objetivo no están, en algunos casos, bien especificadas. Además, los progresos hacia el cumplimiento de los objetivos de déficit se consiguen en ocasiones a través de medidas puntuales, tales como la venta de inmuebles, que no constituyen medidas de saneamiento fiscal duradero (especialmente en Italia, donde estas medidas puntuales tendrán que ser sustituidas por medidas permanentes que se encuentran en proceso de discusión).

En vista de la evolución de las finanzas públicas en el 2001 y de los resultados previstos para el 2002, la Comisión recomendó que se hiciese una advertencia anticipada a Alemania y Portugal en enero de 2002. El Consejo

ECOFIN consideró que la posterior confirmación, e incluso reforzamiento, de los compromisos fiscales por parte de estos dos países constituía una respuesta suficiente a las preocupaciones que habían motivado la advertencia de la Comisión, y al considerar los programas de estabilidad actualizados de los restantes países que presentaban desequilibrios, se mostró fuertemente a favor de la consecución de unas posiciones presupuestarias saneadas para los años 2003 y 2004.

Los países que ya han alcanzado unas posiciones presupuestarias saneadas deberían dejar que los estabilizadores automáticos operen simétricamente durante el ciclo, contribuyendo así a la estabilidad macroeconómica. Por otro lado, la política fiscal cíclica discrecional no está justificada, ya que no ha producido los efectos beneficiosos esperados en el pasado, y porque sus largos retardos han generado con frecuencia un impacto procíclico retardado de las medidas encaminadas a estabilizar las fluctuaciones económicas. Además, los gobiernos se han mostrado más proclives a estimular sus economías en las fases recesivas del ciclo que a moderar su expansión en tiempos de prosperidad. En especial, han mostrado más diligencia a la hora de adoptar medidas de incremento del gasto público, que estaban destinadas a ser tan sólo temporales, que a la hora de restringirlas, cuando las condiciones económicas ya no las justificaban. Este comportamiento asimétrico, de prolongarse en el tiempo, genera una tendencia al alza en las *ratio* de gasto público y de déficit, que puede implicar riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Progresos de la reforma estructural de las finanzas públicas

Según las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa del año 2000 sobre el aumento del crecimiento potencial de Europa, la reforma estructural de las finanzas públicas debería tener una alta prioridad en la agenda. Al estimular el crecimiento económico, una reforma fiscal bien diseñada, no sólo mejora el bienestar, sino que contribuye también a la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo (véase recuadro 5). No obstante, en conjunto, los progresos del papel de las finanzas públicas en apoyo del crecimiento potencial han sido limitados.

Los recortes fiscales implementados o previstos hasta el momento se consideran beneficiosos desde una perspectiva estructural, ya que pueden reforzar el crecimiento económico a medio y largo plazo. Estas medidas deberían, sin embargo, venir precedidas, o al menos acompañadas, de restricciones compensatorias del gasto público, de forma que no impliquen riesgos para la consecución, o mantenimiento, de unas posiciones presupuestarias saneadas. En vista del papel promotor del crecimiento de la inversión pública, tal restricción del gasto público debería centrarse en el gasto corriente. Sin embargo, se prevé que, en el 2002, la *ratio* de gasto primario aumente en 0,5 puntos porcentuales. Además, dado que un gasto público excesivo ha abortado con frecuencia los esfuerzos de saneamiento en el pasado, la adopción de unos mecanismos efectivos de seguimiento y contención del gasto, en todos los niveles de las Administraciones Públicas, mejoraría la credibilidad de los objetivos presupuestarios.

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

La economía mundial sufrió un notable deterioro en el año 2001

A lo largo del año 2001, la economía mundial experimentó una acusada desaceleración, tras haber registrado un crecimiento récord en el

2000. El crecimiento del PIB mundial se estima en un 2% para el año 2001, frente al 4,6% observado en el 2000, la tasa de crecimiento más alta desde la segunda mitad de la década de los ochenta. La tasa de crecimiento de la economía mundial se redujo de forma incluso

más acusada, del 12,5% al 0,7%, según estimaciones. Factores determinantes de este descenso fueron una disminución de la demanda de productos de tecnología de la información y las comunicaciones – especialmente en Estados Unidos –, un deterioro de la situación económica mundial y el impacto retardado de la fuerte subida de los precios del petróleo en el 2000 (véase recuadro 6). Los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 exacerbaron la incertidumbre y tuvieron un impacto breve pero inmediato sobre la actividad económica.

En el 2001, la expansión que había registrado durante diez años la economía estadounidense se frenó y el National Bureau of Economic Research (NBER) declaró en noviembre del 2001 que, en el mes de marzo, se había iniciado una recesión. En su declaración, el NBER subrayaba la importancia de los atentados terroristas del 11 de septiembre en la intensificación de una desaceleración ya pronunciada del crecimiento del PIB real. En el año 2001, éste creció un 1,2%, en comparación con un 4,1% en el 2000. Al mismo tiempo, la productividad del trabajo en el sector de empresas no agrarias aumentó, en promedio, un 1,9%, tras registrar una tasa de crecimiento del 3,3% en el 2000. El principal factor determinante de este menor crecimiento del PIB real en el año 2001 fue la fuerte contracción de la inversión privada en capital fijo y existencias. Durante este año, la inversión privada en capital fijo se redujo un 1,9%, frente al aumento del 7,6% registrado en el 2000. En conjunto, el crecimiento del PIB real en el 2001 se sustentó en el crecimiento del consumo privado – que contribuyó 2,1 puntos porcentuales, frente a 3,3 puntos porcentuales en el año 2000 – y del consumo público, mientras que la acusada contracción de las exportaciones reales en relación con las importaciones reales situó la contribución del comercio exterior neto al crecimiento del PIB real en -0,1 puntos porcentuales, en comparación con la cifra de -0,8 puntos porcentuales registrada en el 2000.

En este contexto, no se corrigieron los desequilibrios de la economía estadounidense,

ya que el crecimiento del PIB experimentó una desaceleración en el año 2001. En particular, continuó la expansión del crédito al sector privado, al tiempo que, en el sector empresas, se redujo la *ratio* “flujo de caja neto/servicio de la deuda”. También continuó el incremento de la deuda de los hogares y la carga que representa el servicio de la misma registró igualmente máximos históricos. El deterioro del comercio exterior contribuyó a incrementar ligeramente el déficit por cuenta corriente, que se situó en un 4,5% del PIB en el año 2001, frente al 4,4% en el año anterior.

Por lo que respecta a la inflación, la caída de los precios del petróleo contribuyó a una significativa atenuación de las presiones inflacionistas en Estados Unidos. La inflación interanual, medida por el índice de precios de consumo y por el índice de precios industriales bajó a niveles del 2,8% y del 2%, respectivamente, en el año 2001, frente al 3,3% y el 3,6% registrados, respectivamente, en el 2000. No obstante, y pese al debilitamiento de la demanda interna, la tasa de crecimiento del Índice de Precios de Consumo (IPC), excluidos los alimentos y la energía, que ofrece una imagen más fiable de las presiones de los precios internos, se incrementó ligeramente, desde el 2,4% en el año 2000 hasta el 2,6% en el 2001.

En el contexto de una desaceleración de la actividad económica más profunda y prolongada de lo previsto anteriormente, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) rebajó el tipo de interés de los fondos federales que utiliza como objetivo en varias etapas sucesivas a lo largo del año hasta situarlo en un mínimo histórico del 1,75% (la cifra más baja de los últimos 40 años) el 11 de diciembre del 2001; a finales del 2000, dicho tipo se situaba en el 6,5%. Según las declaraciones oficiales del Comité, las medidas de política monetaria adoptadas en el año 2001, obedecieron a la persistencia de las perspectivas de deterioro de la situación económica tras el ajuste contemporáneo en el sector empresas y la desaceleración del crecimiento del consumo pri-

Recuadro 6

Determinantes de la sincronización del ciclo económico internacional

Una característica importante de la desaceleración de la economía mundial en el año 2001 fue el alto grado de sincronización entre las grandes economías. Una mayor sincronización de los ciclos económicos es un factor importante para la preparación de las proyecciones económicas y la formulación de las políticas económicas. Concretamente, si la mayor sincronización observada entre los ciclos es el resultado de unos mecanismos de transmisión más sólidos entre los ciclos económicos de los distintos países, como consecuencia del proceso de globalización, incluso las economías grandes y relativamente cerradas pueden verse más expuestas a externalidades provenientes del extranjero. En ese caso, al evaluar las perspectivas económicas de un país concreto, debe darse una importancia sensiblemente mayor a la influencia del entorno internacional. Los principales factores que determinan la sincronización entre los ciclos económicos a escala internacional son los lazos comerciales, la diversificación internacional de los activos financieros, las externalidades que afectan a la confianza y las perturbaciones comunes.

En general, la interdependencia económica entre los distintos países es, en gran medida, reflejo de los lazos comerciales. A largo plazo, dichos lazos han tendido a estrecharse en la medida en que los intercambios comerciales en términos reales han crecido más rápidamente que el producto mundial. Por ejemplo, el grado de apertura de la zona del euro ha aumentado notablemente en los diez últimos años. Las exportaciones de bienes a países fuera de la zona del euro se incrementaron del 9% del PIB en 1991 a más del 15% del PIB en el 2000. Análogamente, las importaciones de bienes aumentaron del 11% al 16% del PIB en ese mismo período. Las cadenas de producción internacionales, que han sido un factor determinante de ese mayor grado de apertura, se han convertido en un elemento importante para la transmisión de las externalidades a través del comercio exterior. Por ejemplo, la reciente desaceleración en Estados Unidos guarda una estrecha relación con la pronunciada caída de la demanda de productos basados en las tecnologías de la información y las comunicaciones observada en ese país, productos que son sumamente comerciables y en los que participan las cadenas de producción internacionales. Por consiguiente, la desaceleración que se inició en Estados Unidos en el segundo semestre del año 2000 rápidamente se propagó a las pequeñas economías abiertas del sudeste asiático, principales productoras de estos productos y grandes importadores de bienes procedentes de terceros países, como la zona del euro. En la última fase bajista del ciclo, la zona del euro estuvo expuesta no sólo a los efectos directos del comercio asociados a una desaceleración de la economía estadounidense, sino también a los efectos indirectos de terceros países, asociados al impacto de dicha desaceleración en el sudeste asiático y en otras zonas del mundo, que, sin embargo, no se dejaron sentir hasta entrado el año 2001.

Todo ello pone de relieve que el canal del comercio exterior no capta la transmisión en toda su magnitud. En este contexto, recientemente se ha prestado más atención a los vínculos financieros. En los últimos años, las empresas y los inversores privados e institucionales han diversificado en mucha mayor medida y a escala internacional sus activos y pasivos financieros. Concretamente, las empresas han expandido considerablemente sus operaciones en el ámbito internacional – en particular por medio de fusiones y adquisiciones – y los ingresos generados por las operaciones de las filiales extranjeras representan, en general, un porcentaje cada vez más alto de los ingresos de ventas totales. Entre los años 1980 y 2000, los activos y pasivos exteriores de residentes en las principales economías avanzadas se han duplicado con creces en porcentaje del PIB. Con la excepción de Japón, la diversificación internacional de los activos registró una notable aceleración en la década de los noventa. Al final del milenio, la suma total de activos y pasivos exteriores se acercaba al 100% del PIB en muchas de las grandes economías. Como resultado de las inversiones transfronterizas, tanto las empresas como los hogares podrían haber estado más directamente expuestos a la evolución del entorno externo. Además, y posiblemente, como reflejo del mayor volumen de inversiones internacionales, se ha observado en los últimos años una correlación más estrecha entre los mercados financieros, especialmente en lo que se refiere al rendimiento de los valores de renta variable. Las cotizaciones bursátiles afectan a la situación financiera de las empresas y a la riqueza de los hogares. Por consiguiente la correlación entre dichas cotizaciones puede ser, en potencia, un importantísimo canal de transmisión en sí misma. Así pues, los vínculos financieros podrían haber desempeñado su papel en el último episodio de sincronización.

Además, las externalidades que afectan a la confianza podrían influir en la transmisión de los ciclos económicos. Si bien la existencia de una fuerte correlación internacional de las medidas que fomentan la confianza podría ser un mero reflejo de una fuerte correlación subyacente entre los ciclos económicos reales, también podría ser el resultado de una serie de externalidades. Por ejemplo, si los residentes se limitan a “imitar” el comportamiento de sus homólogos en el extranjero, dichas externalidades pueden mantenerse independientemente de la existencia de lazos económicos. Durante el período comprendido entre los años 1999 y 2001 se ha observado una fuerte correlación en la confianza de las empresas entre Estados Unidos y la zona del euro, que, expresada en forma de coeficiente, registra valores de hasta 0,8 (con un retardo de tres meses con respecto a Estados Unidos), en comparación con un coeficiente de 0,4 para el período comprendido entre los años 1990 y 2001.¹

La evolución paralela del crecimiento observada actualmente en las principales regiones económicas del mundo podría, sin embargo, reflejar también la presencia de perturbaciones comunes. Desde que se produjo la primera crisis del petróleo, a principios de los años setenta, las grandes desaceleraciones de la economía mundial se han asociado, a menudo, al impacto desfasado de las fuertes alzas de los precios del crudo, lo que podría aplicarse igualmente a la desaceleración que sufren actualmente las principales economías, ya que los precios del petróleo en dólares se han triplicado con creces en el período 1999-2000. Sin embargo, para emitir un juicio fundado sobre la importancia relativa de los diversos factores que pueden haber determinado la sincronización de los ciclos económicos observada, sería necesario contar con bases teóricas y empíricas más sólidas que las actualmente disponibles.

1 FMI: *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre del 2001, recuadro 2.1.

vado. En febrero del 2001, el nuevo gobierno presentó una propuesta al Congreso para reducir permanentemente los ingresos tributarios, sobre todo los derivados del impuesto sobre la renta de las personas físicas. En mayo de ese año, el Congreso aprobó una resolución por la que se establecía la reducción tributaria total correspondiente al período 2002-2011 en 1.350 mm de dólares, en comparación con los 1.600 mm de dólares que había propuesto originalmente el gobierno.

En Japón, tras observarse algunas señales incipientes de recuperación económica en el año 2000, la situación se deterioró notablemente, en parte como resultado de la desaceleración de la demanda mundial en el 2001. En consonancia con la rápida caída del crecimiento de las exportaciones y en un contexto de aumento de las existencias, la producción industrial registró un descenso durante la mayor parte del año, sobre todo en el sector de maquinaria eléctrica con uso intensivo de tecnología de la información y las comunicaciones. La atonía del sector manufacturero se propagó cada vez más a otros sectores de la economía y dio lugar a un fuerte deterioro de la situación del mercado de trabajo, alcanzando la tasa de desempleo un nivel sin pre-

cedentes del 5,5% en diciembre del 2001 y reduciéndose rápidamente el número de horas extraordinarias trabajadas. Al desacelerarse el gasto de consumo privado y la inversión privada en capital fijo, el crecimiento total del PIB sufrió una contracción en el segundo y el tercer trimestres del 2001, lo que causó inquietud sobre un posible aumento de los préstamos morosos y la solidez del sector financiero en general.

Por lo que respecta a los precios, las presiones deflacionistas se intensificaron durante la mayor parte del año 2001, dando lugar a un descenso medio del IPC del 0,7%. En este contexto, el Banco de Japón adoptó, a lo largo del año, varias decisiones para relajar la orientación de la política monetaria. Lo más destacable fue que, a mediados de marzo, modificó el objetivo utilizado para las operaciones de política monetaria, sustituyendo el tipo de interés oficial a un día sin garantía por el saldo vivo de las cuentas corrientes mantenidas en el Banco de Japón. Asimismo, anunció que la nueva estrategia operativa se mantendría hasta que la tasa de variación interanual del IPC (excluidos los productos perecederos) se estabilizara en el 0% o por encima de ese nivel. El objetivo para los saldos en cuenta

corriente se estableció inicialmente en 5 billones de yenes, pero, posteriormente, se elevó, en sucesivas etapas, hasta una banda de 10 a 15 billones de yenes. Además, se incrementó el volumen de compras simples de deuda pública de 400 mm a 1.000 mm de yenes al mes. Como resultado de esta política, el tipo de interés oficial a un día sin garantía se mantuvo en niveles próximos a cero. En cuanto a la política fiscal, el Parlamento japonés aprobó en noviembre de 2001 un presupuesto suplementario para el ejercicio 2001, que incluía 3 billones de yenes en concepto de gasto adicional, y en el que se hacía hincapié en reformas estructurales, incluidas medidas para reforzar la red de protección social, y, a principios del 2002, se aprobó un segundo paquete suplementario de 2,6 billones. Por consiguiente, el déficit presupuestario total de las Administraciones Públicas se elevó al 6,4% del PIB en el 2001, haciendo que la *ratio* de deuda con respecto al PIB aumentase hasta el 132% en el 2001.

En Asia, muchas economías con mercados emergentes experimentaron una fuerte desaceleración como consecuencia del desplome de las exportaciones de bienes de tecnología de la información y las comunicaciones. En muchas de las pequeñas economías abiertas, la caída del comercio exterior dejó sentir sus efectos en el ámbito interno, registrándose un aumento de las presiones sobre las empresas y los hogares, lo que debilitó la demanda interna. Además, disminuyó la afluencia neta de capital privado – debido, en parte, a la mayor incertidumbre económica y a las repercusiones de la situación internacional –, lo que contribuyó a moderar aún más la actividad económica. Como resultado, en las economías abiertas más dependientes del sector de bienes tecnológicos se produjo una contracción del PIB a lo largo del año. Por el contrario, economías más cerradas como China e India mostraron una mayor capacidad de resistencia frente a la evolución del entorno internacional y registraron altas tasas de crecimiento interanuales del PIB real (estimadas en un 7,3% y un 5%, respectivamente), como consecuencia de la fuerte inversión interna y del elevado gasto de consumo. En este con-

texto, la caída del crecimiento del PIB en la región dio lugar a un descenso de las presiones inflacionistas, que se vio reforzado por la bajada de los precios del petróleo en los últimos meses del año.

En comparación con otros mercados emergentes, los países en transición lograron afrontar relativamente bien la desaceleración de la economía mundial y las secuelas de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001. En la mayoría de estos países, el crecimiento del producto fue más bien vigoroso en el primer semestre del año, si bien en el segundo semestre se observó una gradual moderación al reducirse el crecimiento de las exportaciones. En conjunto, los mercados financieros superaron relativamente bien los episodios de turbulencia de alcance internacional, como lo demuestra la limitada reacción de los diferenciales de los bonos soberanos a la evolución de los acontecimientos en Argentina y Turquía. En Rusia, se estima que el crecimiento del PIB real habría alcanzado la cifra del 5% en el año 2001, tras registrar un 8,3% en el 2000. Las anteriores alzas del precio del petróleo contribuyeron a mejorar la situación de las cuentas fiscales y la balanza de pagos, lo que se tradujo, además, en una notable disminución de la deuda externa. Sin embargo, a lo largo del año, los factores exteriores que habían sostenido el crecimiento perdieron impulso a medida que bajaron los precios del petróleo, se apreció el tipo de cambio y la situación internacional se tornó menos favorable.

También se observaron signos de moderación del crecimiento en casi todos los demás países de Europa central y oriental, tras los excelentes resultados obtenidos en el primer semestre del año. En muchos países, la inflación se redujo como consecuencia, en parte, de las políticas monetarias orientadas a la estabilidad y del debilitamiento de la actividad económica. La principal causa de preocupación tenía relación con cierto grado de deterioro de los déficit públicos que sólo cabía atribuir parcialmente a los gastos estructurales asociados al proceso de transición. En la República Checa, el crecimiento registró un

máximo en el primer trimestre del 2001, estimulado por la fortaleza de la demanda interna y el auge de la inversión extranjera directa, si bien sufrió un retroceso en el segundo. Análogamente, el crecimiento del producto en Hungría se sostuvo inicialmente gracias al repunte del consumo de los hogares. Sin embargo, a lo largo del año, el descenso de la demanda externa comenzó, cada vez más, a dejar sentir sus efectos, como lo demuestran el debilitamiento de las industrias del sector manufacturero orientadas a la exportación y el escaso crecimiento de las inversiones. En Polonia, la desfavorable situación interna y, posteriormente, la caída de la demanda externa, redujeron el crecimiento del PIB hasta un nivel de algo más del 1% en el año 2001, en comparación con el 4% registrado en el 2000.

En Turquía, la debilidad de los fundamentos económicos, así como la acusada vulnerabilidad del sector bancario llevaron a la flotación de la lira turca hacia finales de febrero del 2001, lo que exacerbó las presiones inflacionistas. En el segundo semestre del año, gracias a la intervención del FMI, se disipó un poco la inquietud de los mercados con respecto a la sostenibilidad de la deuda interna, como lo demuestra la significativa mejora de un conjunto de indicadores de los mercados financieros.

En el año 2001, los países de América Latina sufrieron las consecuencias de la desaceleración de la economía mundial y del agravamiento de la crisis económica en Argentina. Como resultado, la actividad económica en la región experimentó un estancamiento tras haber registrado un robusto crecimiento en el año anterior. En Argentina, el respaldo financiero de los organismos multilaterales, unido a los programas de reestructuración masiva de la deuda y a las medidas de austeridad fiscal, resultó ineficaz para evitar el aumento de la incertidumbre y la caída de la actividad económica. Esta desfavorable evolución culminó en el incumplimiento de los compromisos financieros por parte del Estado y – a principios del año 2002 – en el abandono del régimen cambiario de *currency board*

vigente durante los diez últimos años. La turbulencia financiera que sufrió Argentina contribuyó hasta octubre del año 2001 al deterioro de la situación económica en Brasil, que, tras haber cruzado el umbral del 2001 registrando robustas tasas de crecimiento, se vio afectado también por la desaceleración de la economía mundial y por una grave escasez de energía eléctrica. Además, la afluencia de inversión extranjera directa se redujo drásticamente con respecto a la cifra récord del año anterior, lo que puso de relieve la vulnerabilidad del país frente a las perturbaciones de origen externo. En el caso de México, la economía no mostró apenas señales de contagio de la crisis que atravesaba América del Sur, pero la actividad económica registró una acusada desaceleración como consecuencia de la situación imperante en Estados Unidos y de la moderación de los precios del petróleo, siendo México exportador neto de este producto.

África es la única de las grandes regiones económicas que, según las previsiones, habría registrado en el año 2001 tasas de crecimiento más altas que en el año anterior (alrededor del 4% en el 2001, frente al 2,8% en el 2000), principalmente como consecuencia del final de la sequía en los países del Magreb. No obstante, considerando que las exportaciones representan más de un tercio del PIB del continente, la desaceleración de la economía mundial ha afectado también a la actividad económica de la región. Además, la situación de los mercados en los que se negocia la mayoría de los productos básicos no petroleros, que no siempre mantienen una estrecha correlación con el ciclo económico mundial, fue relativamente desfavorable en el año 2001.

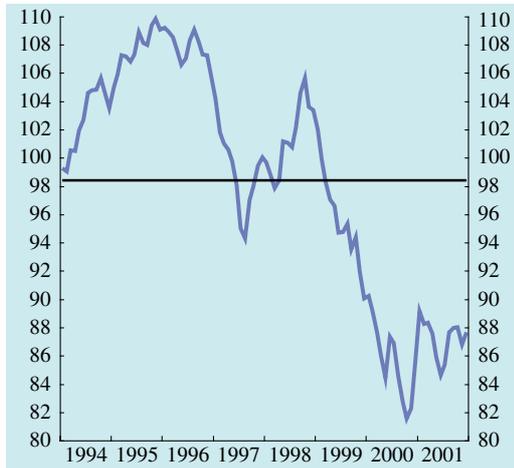
El euro se mantuvo en general estable en el segundo semestre del 2001

Tras el fuerte repunte registrado en los últimos meses del año 2000 y a primeros de enero del 2001, la cotización del euro fue bajando gradualmente, en términos efectivos nominales, hasta marcar un mínimo en el mes de junio. Sin embargo, durante el segundo

Gráfico 20

Tipo de cambio efectivo nominal del euro ¹⁾

(medias mensuales; índice I TR 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Los datos son cálculos del BCE (véase el artículo publicado en el Boletín Mensual de abril del 2000). Un desplazamiento hacia arriba del índice representa una apreciación del euro. La línea horizontal muestra la media del período (enero de 1994 a enero del 2001).

semestre del año, la moneda única se recuperó y, posteriormente, se estabilizó en niveles ligeramente superiores a la media del 2000 (véase gráfico 20). Esta evolución se produjo en un contexto de desaceleración de la actividad económica mundial y de creciente incertidumbre con respecto a las perspectivas de crecimiento relativas de las principales regiones económicas. En conjunto, a finales del 2001, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 2% por debajo del nivel registrado al principio de ese año, aunque más de un 1,5% por encima de la media del año 2000. El 5 de marzo de 2002, fecha límite de los datos considerados para la elaboración del presente Informe Anual, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se había depreciado un 1,1% con respecto a la media del año 2001. Por lo que se refiere a los tipos de cambio efectivos reales, que se ajustan en función de los diferenciales de precios y costes laborales entre la zona del euro y los países con los que ésta comercia, han seguido una trayectoria paralela a la del índice nominal.

A finales del año 2000 y primeros del 2001, el euro se apreció frente al dólar, en un contexto de señales inminentes de desaceleración económica en Estados Unidos. Sin embargo, más adelante, el euro se depreció frente al dólar durante la mayor parte del primer semestre del 2001, registrando un mínimo de 0,8384 dólares por euro el día 6 de julio. Esta evolución parece guardar relación con el aluvión de datos publicados que confirmaban una ralentización del crecimiento en la zona del euro así como con la percepción reinante en los mercados financieros de que la economía estadounidense se recuperaría más rápidamente. A medida que las perspectivas de un rápido repunte de la actividad económica en Estados Unidos comenzaron a desvanecerse en agosto del 2001, el euro se revalorizó frente al dólar, y esta apreciación se intensificó al aumentar la aversión al riesgo, a escala mundial, tras los trágicos sucesos acaecidos el 11 de septiembre. Al remitir la incertidumbre en los mercados en los meses siguientes, el euro se estabilizó en un nivel algo más bajo. A finales del 2001, el euro cotizaba a 0,88 dólares, es decir, casi un 6,5% menos que al comienzo del año y más de un 4,5% por debajo de la cotización media del año 2000. El 5 de marzo de 2002, el euro cotizaba a 0,87 dólares, o lo que es lo mismo, un 3% por debajo de la media del 2001.

El euro se apreció frente al yen japonés en el año 2001. Durante casi todo el primer semestre, cotizó a niveles próximos a los registrados tras la fuerte apreciación del último trimestre del 2000. En mayo del 2001, el euro sufrió algunas presiones a la baja, principalmente como consecuencia de la constatación del alcance la desaceleración de la actividad económica en la zona del euro. Sin embargo, a lo largo del verano, el deterioro del clima empresarial en Japón contribuyó a que el euro repuntase hacia los niveles observados al comienzo del año. Entre septiembre y noviembre del 2001, la moneda única cotizó en torno a un valor medio de 108,95 yenes, para apreciarse notablemente, en un contexto de nuevo deterioro de la situación económica nacional, hacia finales de año. El 28 de diciembre, el euro cotizaba a 115,33 yenes, alrededor de

Recuerdo 7

Evolución en términos reales del comercio exterior de la zona del euro desde la crisis de Asia

Tras registrar un sólido crecimiento en el primer semestre del año 2000, las importaciones reales desestacionalizadas de bienes provenientes de fuera de la zona del euro comenzaron a descender en el cuarto trimestre del año, mientras que las exportaciones reales a países de fuera de la zona iniciaron su caída en el primer trimestre del 2001. No obstante, la contracción de estas últimas fue menos acusada que en el caso de las exportaciones reales dentro de la zona (que, salvo por una discrepancia estadística, son equivalentes a las importaciones dentro de la zona). Para analizar la magnitud de la desaceleración del comercio exterior en el período 2000-2001, se compara este período con la evolución observada durante la crisis de Asia de 1998. La desaceleración de los años 2000-2001 parece haberse debido a un descenso de la demanda, tanto interna como externa, dado que se redujeron las exportaciones reales a países de dentro y fuera de la zona del euro, mientras que la crisis de Asia constituyó, principalmente, una perturbación externa. Sin embargo, dicha crisis parece haber dado lugar a una penetración permanentemente mayor de importaciones procedentes de algunos países asiáticos en la zona del euro, mientras que las exportaciones reales de la zona a varios países de Asia se han mantenido en niveles inferiores a los de 1997.

Evolución reciente de los intercambios comerciales reales dentro y fuera de la zona del euro en comparación con el período posterior a la crisis de Asia

Las importaciones reales desestacionalizadas de bienes procedentes de países de dentro y de fuera de la zona del euro registraron un fuerte crecimiento desde el comienzo de 1997 hasta mediados del 2000, mientras que las exportaciones fuera de la zona se redujeron en el segundo semestre de 1998, para recuperarse con vigor en 1999. Así pues, la crisis de Asia influyó notablemente en estas últimas, mientras que la desaceleración de 1998 apenas afectó al comercio dentro de la zona del euro ni a las importaciones provenientes de fuera de la zona.

En el cuarto trimestre del 2000, *las importaciones reales de fuera de la zona* comenzaron a descender, mientras que las exportaciones reales de fuera de la zona iniciaron su descenso algo más tarde, en el primer trimestre del 2001 (véase el gráfico sobre exportaciones e importaciones reales fuera y dentro de la zona del euro). Destaca especialmente el hecho de que la desaceleración de las exportaciones fuera de la zona del euro en los años 2000-2001 sea muy suave en comparación con la crisis de Asia, a pesar de que la contracción de la demanda externa fuera relativamente más pronunciada durante dicha desaceleración (véase gráfico sobre exportaciones reales fuera de la zona del euro, demanda externa y cuota de exportación). Aunque el descenso de las exportaciones reales fuera de la zona del euro durante la crisis de Asia parece haberse debido en parte a la apreciación de las monedas sustituidas por el euro, la caída de las exportaciones fuera de la zona en el año 2001 se produjo a pesar del nivel relativamente bajo del tipo de cambio del euro y pareció obedecer, en gran medida, a la desaceleración de la actividad económica a escala mundial. En conjunto, la cuota del mercado de exportaciones correspondiente a la zona del euro se incrementó ligeramente en el año 2001.

La contracción de *las exportaciones dentro de la zona del euro* en los años 2000-2001 es algo más pronunciada que la experimentada por las exportaciones fuera de la zona. De hecho, la situación es totalmente distinta a la de la crisis de Asia, cuando las exportaciones reales fuera de la zona se redujeron drásticamente, mientras las exportaciones dentro de la zona seguían creciendo. Por consiguiente, la desaceleración del período 2000-2001 parece relativamente más generalizada en la medida en que podría haberse debido a una contracción tanto de la demanda de la zona del euro como de la demanda externa, mientras que la crisis de Asia constituyó, fundamentalmente, una perturbación externa.

Evolución del comercio fuera de la zona del euro frente a los socios comerciales desde la crisis de Asia

Al comparar la evolución de los intercambios comerciales reales en los años 2000-2001 con la observada tras la crisis de Asia, vale la pena distinguir entre el comercio con Estados Unidos y los intercambios con los principales socios comerciales de Asia (excluido Japón). En el gráfico siguiente se observa que las exportaciones

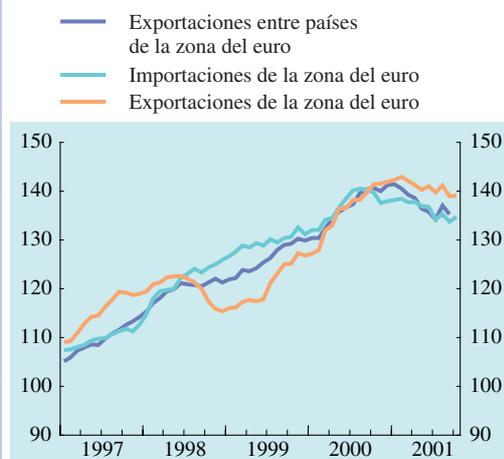
reales de la zona del euro a los países asiáticos en cuestión se redujeron notablemente tras la crisis. Sin embargo, no todos los países se vieron afectados por igual. Mientras que las exportaciones a China se contrajeron en cierta medida pero se recuperaron rápidamente, las exportaciones a los países de la ASEAN y Corea del Sur se redujeron de forma constante durante un período prolongado y nunca recuperaron los niveles anteriores a la crisis. Ello se debió probablemente a los efectos de la competitividad y a desaceleraciones más persistentes de la demanda interna en los países de la ASEAN, mientras que en China, la demanda siguió siendo más robusta durante el período. De hecho, las exportaciones reales de la zona del euro a China aumentaron un 41% entre julio de 1997 y julio del 2001, mientras que las exportaciones a los países de la ASEAN eran todavía un 13% más bajas que en julio de 1997. El gráfico indica también que las exportaciones a Estados Unidos crecieron a un ritmo muy rápido hasta enero del 2001 (duplicándose casi desde 1997), lo que refleja en parte el sólido crecimiento del PIB estadounidense en los últimos años. Dado que Estados Unidos es uno de los principales mercados de exportación de la zona del euro, parece que las exportaciones a este país han representado una parte desproporcionadamente grande del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro desde 1997 y, por consiguiente, explican una parte importante de la caída de las exportaciones reales fuera de la zona del euro en el año 2001, en función de la desaceleración de la actividad en Estados Unidos.

Comparando la evolución reciente de las importaciones con el período inmediatamente posterior a la crisis asiática, puede observarse en el gráfico siguiente que, después de 1997, las importaciones reales provenientes de muchos países de Asia aumentaron a un ritmo notablemente más rápido que el resto de las importaciones de fuera de la zona del euro. De hecho, las importaciones reales procedentes de China y de Corea del Sur crecieron más de un 100% durante ese período. En el caso de Corea del Sur, ello quizá se deba, principalmente, a efectos de competitividad derivados del descenso de los precios de las importaciones (expresados en euros), que se han mantenido por debajo de los niveles de 1997, pese a depreciación que ha experimentado la moneda única desde su introducción. En el caso de China, el aumento de las importaciones en términos reales guarda relación, muy probablemente, con los niveles relativamente altos de inversión extranjera directa que se han registrado.

La evolución de las exportaciones y las importaciones descrita anteriormente ha provocado un cambio en la participación relativa de Asia y Estados Unidos en el comercio de la zona del euro. Entre los años 1996 y 2000, por ejemplo, la proporción de exportaciones de la zona a Asia se redujo del 22% a algo menos del 19%, mien-

Exportaciones e importaciones reales fuera de la zona del euro y exportaciones reales dentro de la zona

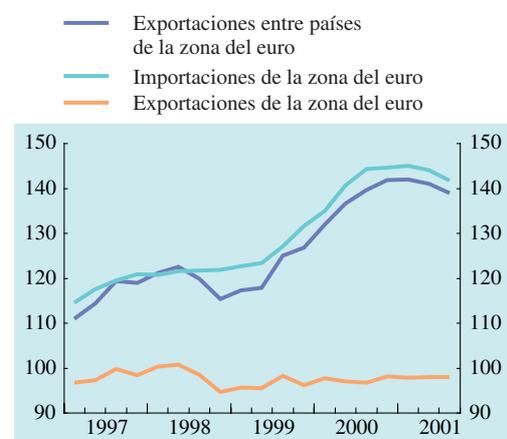
(Índice: 1995 = 100; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Todos los datos son mensuales y desestacionalizados.

Exportaciones reales fuera de la zona del euro, demanda exterior y cuota de exportación

(índice: 1995 = 100)

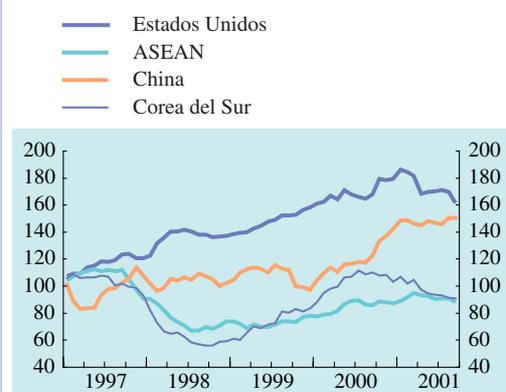


Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Todos los datos son trimestrales y desestacionalizados. La cuota de exportación se obtiene dividiendo las exportaciones en términos reales realizadas a países no pertenecientes a la zona del euro por la demanda exterior.

tras que las exportaciones a Estados Unidos aumentaron de un 13% a poco más del 17%. En el mismo período, las importaciones procedentes de Asia aumentaron de un 24%, aproximadamente, a algo más del 27% del total de importaciones de la zona, mientras que en el caso de las importaciones provenientes de Estados Unidos, el porcentaje del total se mantuvo prácticamente sin variación. En resumen, parece que la crisis de Asia reforzó la tendencia ascendente, observada desde antes, en la penetración de importaciones de países como China y Corea del Sur en la zona del euro, mientras que las exportaciones reales de la zona a varios países asiáticos siguen registrando niveles inferiores a los de 1997, y esto ha ocurrido a pesar de las ganancias de competitividad-precio observadas en la zona del euro como consecuencia de la depreciación de su moneda desde 1999.

Exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos, China, Corea del Sur y los países de la ASEAN

(Índice: 1995 = 100)

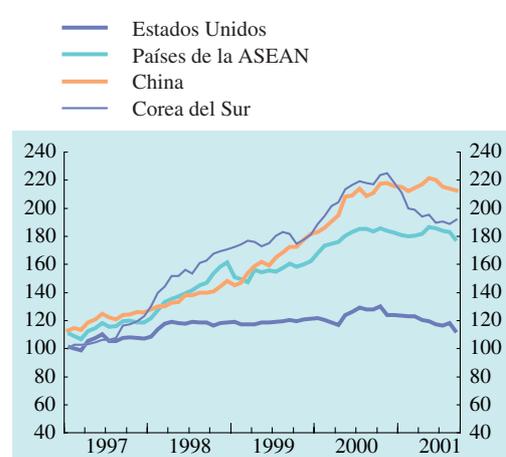


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Todos los datos son mensuales y desestacionalizados. Los países miembros de la ASEAN son: Brunei, Darussalam, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam.

Importaciones reales de la zona del euro procedentes de Estados Unidos, China, Corea del Sur y los países de la ASEAN

(Índice: 1995 = 100)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Todos los datos son mensuales y desestacionalizados.

un 6,5% por encima del nivel de primeros de año y casi un 16% por encima de la media del año 2000. El 5 de marzo, la cotización del euro era de 114,46 yenes, es decir, un 5,3% más que la media del 2001.

Por último, en lo que respecta al franco suizo, su evolución frente al euro a lo largo del año 2001 se caracterizó por una estabilidad general, al menos hasta el mes de septiembre. Los ataques terroristas contra Estados Unidos desencadenaron una apreciación de esta moneda frente al euro, probablemente debido a la percepción de Suiza como sinónimo de estabilidad. A finales de año, el euro sólo se había recuperado parcialmente frente a la moneda suiza y cotizaba a 1,48 francos suizos¹.

El déficit por cuenta corriente se redujo en el año 2001

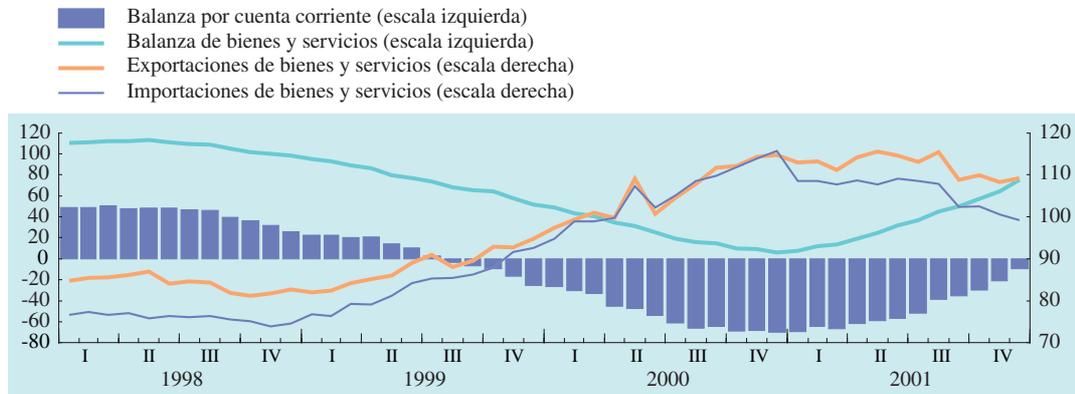
La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 9,3 mm de euros en el año 2001, en comparación con el déficit de 70,1 mm de euros contabilizado en el 2000 (todos los datos se refieren al Euro 12). Esta reducción del déficit tuvo su origen, principalmente, en un aumento del superávit de la balanza de bienes de 11,7 mm de euros en el año 2000 a 74,1 mm de euros en el 2001, y al cambio de signo de la balanza de servicios, que pasó de un déficit de 5,2 mm de euros a un superávit de 1,5 mm de euros en el mismo período. Estos cambios sólo se contrarresta-

¹ La evolución del euro con respecto a la corona danesa, la corona sueca y la libra esterlina se presenta en el capítulo IV.

Gráfico 21

Balanzas por cuenta corriente y comercio de bienes y servicios de la zona del euro

(mm de euros, datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12. Saldos acumulados de doce meses.

ron parcialmente con un aumento del déficit de la balanza de rentas de 10,2 mm en el 2001 (hasta 37,74 mm de euros) en comparación con el año anterior. El déficit de la balanza de transferencias prácticamente no varió.

Aunque, en términos reales, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes se

redujeron a lo largo del año (véase un análisis detallado en el recuadro 7) como consecuencia de un descenso de la demanda externa y de la demanda en la zona del euro, la desaceleración fue más pronunciada en el caso de las importaciones, lo que explica, en parte, el incremento del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 21). Los precios de las importaciones cayeron un 9,9% en los diez primeros meses del 2001, tras haberse incrementado un 20,3% en el 2000, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios del petróleo, que subieron de 17,1 euros el barril en 1999 a 31 euros el barril en el 2000 y, posteriormente, bajaron hasta 27,8 euros el barril en el año 2001.

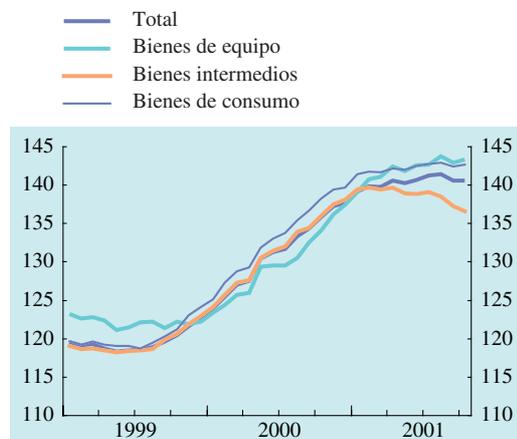
La desagregación por productos de las exportaciones fuera de la zona del euro indica que la contracción en términos reales comenzó un poco antes para los bienes de consumo que para los bienes intermedios y de equipo. En el caso de los bienes intermedios, el descenso fue mucho más pronunciado que en las otras dos categorías (véase gráfico 22).

Por lo que respecta a la balanza de rentas, en el gráfico 23 se observa que tanto los ingresos como los pagos por este concepto disminuyeron en el segundo semestre del año, principalmente como resultado de la desaceleración de la actividad a escala mundial y

Gráfico 22

Exportaciones reales de bienes de consumo, intermedios y de equipo de la zona del euro

(índice: 1995 = 100; sin desestacionalizar; media móvil de 12 meses)



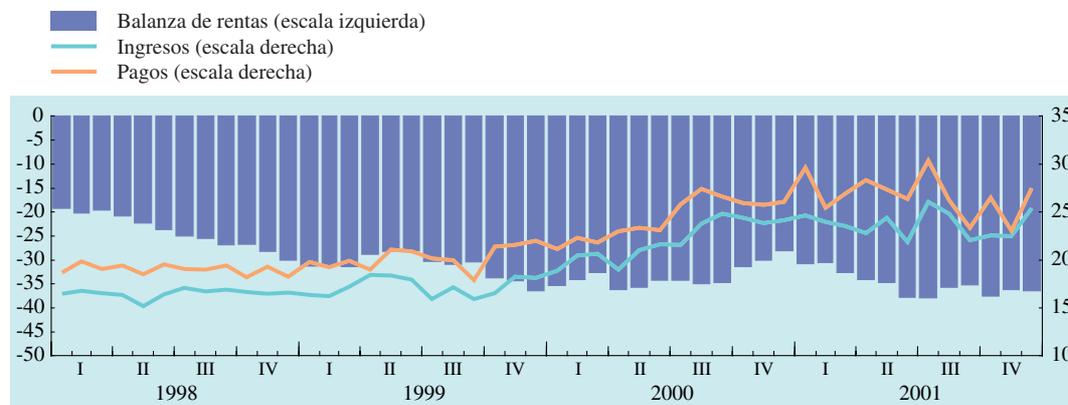
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Nota: Todos los datos corresponden al Euro 12; las cifras más recientes se refieren a octubre del 2001.

Gráfico 23

Balanza de rentas de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12. Saldos acumulados de 12 meses.

de la consiguiente caída de la rentabilidad. No obstante, los ingresos descendieron más rápidamente que los pagos, lo que provocó un aumento del déficit en el año 2001.

Las salidas netas de inversiones directas y de cartera disminuyeron en el 2001

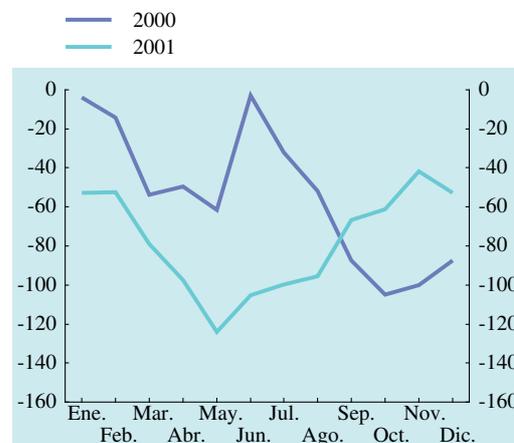
En conjunto, las salidas netas de inversiones directas y de cartera fueron menores en el año 2001 (53 mm de euros) que en el año 2000 (87,6 mm de euros) (véase gráfico 24). Esta reducción tuvo su origen, principalmente, en el cambio de sentido de las inversiones de cartera que, tras registrar cuantiosas salidas netas en el 2000 (102,8 mm de euros), contabilizaron entradas netas en el 2001 (40,9 mm de euros); este movimiento se compensó, en parte, con otro cambio de signo, en este caso en las inversiones directas, que registraron entradas netas (15,2 mm de euros) en el año 2000 y salidas netas (93,9 mm de euros) en el 2001. La evolución en el 2001 debe contemplarse en el contexto de una notable caída, con respecto al 2000, en el número de fusiones y adquisiciones, que con frecuencia se resolvieron mediante la distribución de acciones, lo que se tradujo en entradas de inversiones directas y en salidas de inversiones de cartera. Por otra parte, las salidas netas de inversiones directas en el año

2001 tuvieron relación, en la mayoría de los casos, con préstamos entre empresas relacionadas, que pueden reflejar, en parte, costes transitorios incurridos por empresas de la zona del euro en la reestructuración de filiales en el extranjero adquiridas con anterioridad. Por lo que se refiere al cambio de signo de las inversiones en cartera, que contabilizaron entradas netas en el año 2001, refleja un

Gráfico 24

Flujos financieros netos de la zona del euro en 2000 y 2001

(mm de euros; total inversiones netas directas y de cartera; datos acumulados)



Fuente: BCE.

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

notable incremento de las entradas netas de acciones y participaciones, posiblemente relacionadas con actividades de reestructuración de las carteras internacionales, como consecuencia del deterioro de las perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos. Por el contrario, los valores de renta fija registraron grandes salidas netas en el 2001. Esta evolución parece ir asociada, principalmente, a las expectativas de obtención de plusvalías como consecuencia de la importante caída prevista de los tipos de interés en Estados Unidos.

Desde 1998, la balanza de pagos de la zona del euro ha registrado déficit por cuenta corriente, combinado con unas salidas netas significativas tanto de inversiones directas como de cartera. La principal fuente de financiación de la balanza de pagos han sido las operaciones a corto plazo de las IFM de la zona del euro ((excluido el Eurosistema). No obstante, la posición neta frente al exterior de dichas IFM (excluido el Eurosistema) se redujo de 162,6 mm de euros en el año 2000 a 3,8 mm de euros en el 2001.



Francia: **Limpieza de una plancha de impresión en la fábrica de billetes de la Banque de France en Chamalières.**

Capítulo II

Operaciones como banco central

I Instrumentación de la política monetaria

I.1 Panorámica general

El marco operativo para la instrumentación de la política monetaria única funcionó de manera eficiente en el año 2001, confirmando de nuevo la favorable experiencia desde el comienzo de la Unión Monetaria. A excepción de la integración de Grecia en la zona del euro el 1 de enero de 2001, los cambios que se han producido a lo largo del año han sido limitados. Por lo tanto, los tres elementos principales del marco operativo – es decir, las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas –, así como las modalidades de aplicación de la política monetaria, que se basan en la ejecución y administración descentralizada de las operaciones por parte de los BCN, no han experimentado ninguna modificación. En la publicación titulada “La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general de los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema” (diciembre 2000) puede encontrarse una descripción detallada del marco operativo.

Entre las operaciones de mercado abierto, las operaciones principales de financiación (OPF) son las más importantes, pues desempeñan un papel crucial a la hora de gestionar la liquidez y de señalar la orientación de la política monetaria. Se instrumentaron mediante subastas a tipo de interés fijo desde enero de 1999 hasta el 20 de junio de 2000, y a partir de esa fecha, en forma de subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja. Estas operaciones proporcionan al sector bancario la mayor parte de la financiación. Son operaciones temporales de inyección de liquidez, instrumentadas mediante subastas estándar, de periodicidad semanal y vencimiento a dos semanas. Asimismo, una vez al mes, el Eurosistema ejecuta operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), con vencimiento a tres meses. Estas operaciones tienen por objeto proporcionar mensualmente al sector bancario financiación a plazo más largo. En el 2001, el Eurosistema, además de las operaciones regulares de mercado abierto, realizó

dos operaciones de ajuste y dos operaciones estructurales.

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

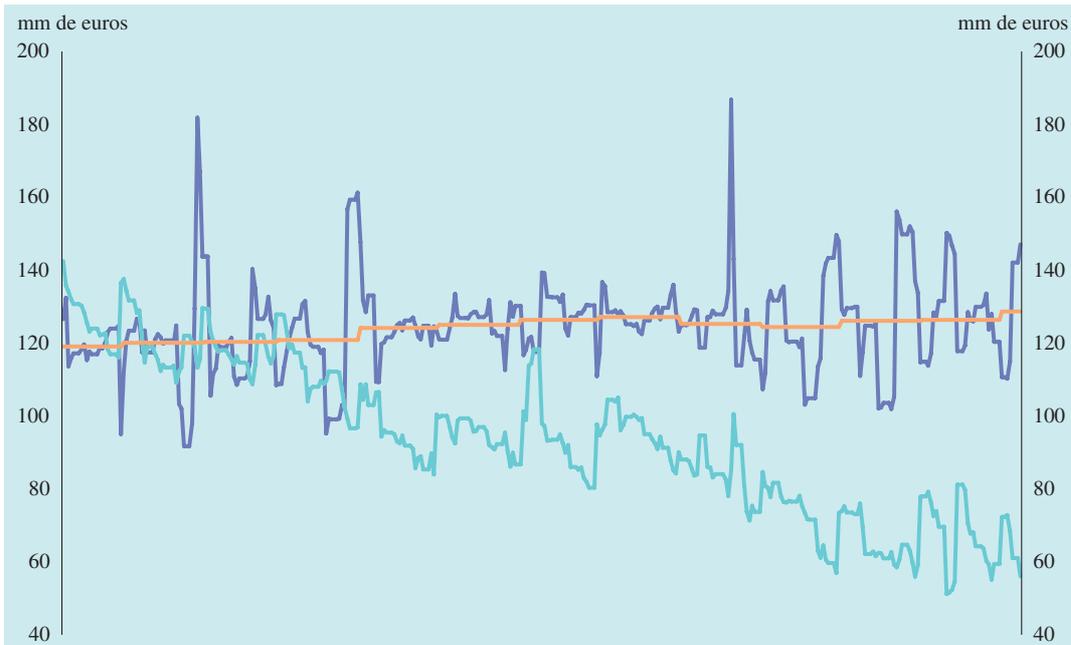
Además de ofrecer las facilidades permanentes, el Eurosistema exige a las entidades de crédito que mantengan unas reservas mínimas equivalentes al 2% de sus pasivos a corto plazo, para la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit de liquidez estructural del sistema bancario frente al Eurosistema. La estabilización de los tipos de interés del mercado monetario dentro del periodo de mantenimiento de reservas se ve favorecida por el hecho de que las reservas mínimas exigidas deben cumplirse solamente en términos del saldo medio del periodo de mantenimiento de un mes. Este hecho permite, asimismo, que, en circunstancias normales, el Eurosistema limite sus operaciones regulares de mercado abierto a las OPF y a las OFPML. Dado que las reservas mínimas se remuneran al tipo marginal medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema a lo largo del periodo de mantenimiento, no suponen ningún coste significativo para el sector bancario.

En su gestión de la situación de liquidez del mercado monetario de la zona del euro, el Eurosistema se centra en el mercado interbancario de reservas. En este contexto, se entiende por reservas los depósitos en cuentas corrientes que las entidades de crédito de la zona del euro mantienen en el Eurosistema con el fin de cumplir las exigencias de reservas mínimas. La provisión de dichas reservas viene determinada por el efecto neto de la liquidez inyectada mediante operaciones de política monetaria y la liquidez drenada por los denominados “factores autónomos”. Estos

Gráfico 25

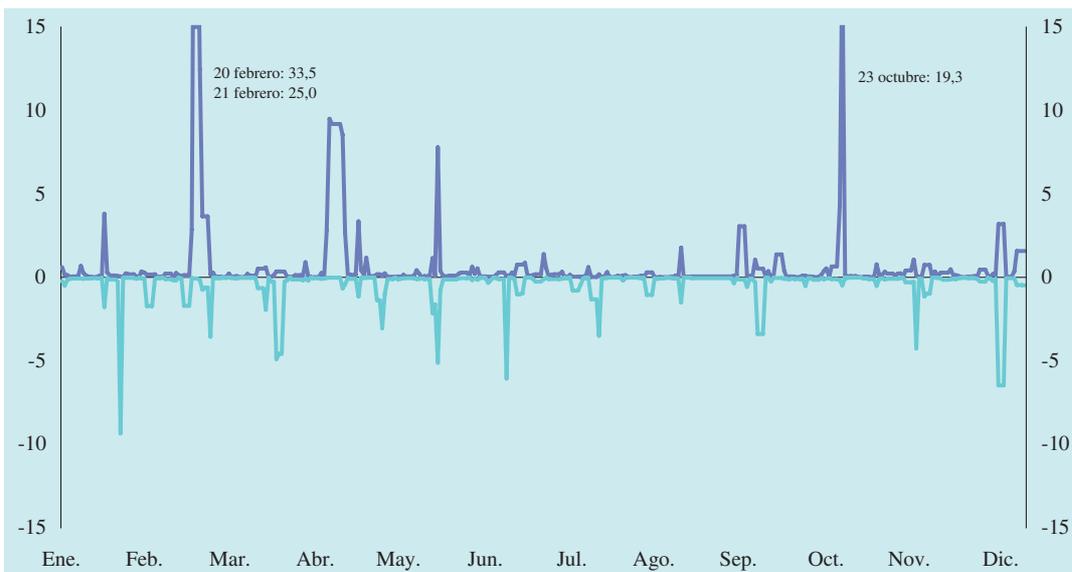
Factores de liquidez y utilización de las facilidades permanentes en la zona del euro en el 2001

- Cuentas corrientes
- Factores autónomos
- Reservas mínimas



Facilidades permanentes

- Facilidad marginal de crédito
- Facilidad de depósito



últimos son las partidas del balance de un banco central que no dependen de las operaciones de política monetaria, como, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas, las operaciones pendientes de liquidación y los activos exteriores netos.

El nivel de los actores autónomos osciló entre 51,1 mm y 142,6 mm de euros en el año 2001, con un valor medio de 94,1 mm de euros (véase gráfico 25), es decir, 9 mm de euros menos que el nivel medio del 2000, por lo que el déficit de liquidez del sector bancario frente al Eurosistema se redujo en esa cantidad. La tendencia decreciente de estos factores se debió a la disminución de los billetes en circulación antes de la introducción de la moneda única en el 2002. Los depósitos de las Administraciones Públicas en algunos BCN constituyeron el factor más volátil. Su volatilidad (medida por la desviación típica de las variaciones diarias) ascendió a 4,3 mm de euros, en comparación con la volatilidad 1,1 mm de euros y 1,5 mm de euros de los billetes en circulación y de los activos exteriores netos, respectivamente.

El marco de política monetaria del Eurosistema permite que un gran número de entidades de contrapartida participe en las operaciones de política monetaria. Todas las entidades de crédito sujetas a las exigencias de reservas mínimas pueden, en principio, acceder a las facilidades permanentes y participar en las operaciones de mercado abierto basadas en subastas estándar. Sin embargo, además de los criterios generales de selección, las entidades de contrapartida han de cumplir también todos los criterios operativos que se especifican en los acuerdos contractuales o normativos aplicados por el Eurosistema para garantizar la ejecución eficiente de las operaciones de política monetaria. En consecuencia, 3.409 entidades de crédito de la zona del euro de las 7.219 sujetas a las exigencias de reservas mínimas a finales de diciembre del 2001 habían hecho uso de la facilidad de depósito, y 3.065, de la facilidad marginal de crédito. En las operaciones de mercado abierto basadas en subastas estándar pudieron participar

2.454 entidades de crédito. Para las operaciones de ajuste se ha seleccionado a un grupo reducido, compuesto actualmente por 141 entidades. Si se compara con la situación vigente a finales del 2000, el número total de entidades de crédito sujetas a las exigencias de reservas mínimas se redujo en 302, debido, sobre todo, al proceso de concentración en el sector bancario.

1.2 Operaciones principales de financiación

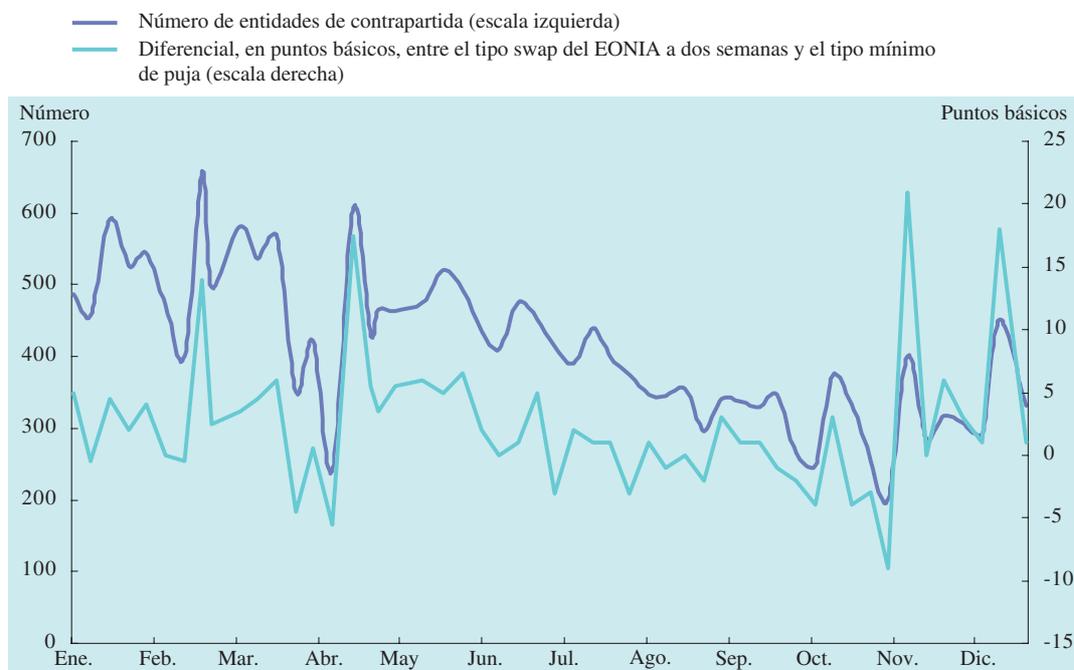
En el año 2001, el Eurosistema ejecutó un total de 52 operaciones principales de financiación. Estas operaciones proporcionaron el 73% de la liquidez inyectada a través de las operaciones regulares de mercado abierto. Las OPF se instrumentaron mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja y con procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple (“subasta americana”). Según este procedimiento, las pujas superiores al tipo marginal de adjudicación (la puja más baja aceptada) se cubren totalmente al tipo de interés ofertado, mientras que las pujas efectuadas al tipo marginal se prorratan. Los importes adjudicados oscilaron entre los 5 mm y los 172 mm de euros, y la media alcanzó 79 mm de euros. La ratio de cobertura de las pujas, que expresa el número de veces que el volumen total solicitado supera el total adjudicado, fluctuó entre 1,0 y 16,7, con un promedio de 1,9.

Como resultado del procedimiento de subasta a tipo de interés múltiple, los tipos de adjudicación (es decir, el tipo marginal, y el tipo medio ponderado) pueden ser más altos que el tipo mínimo de puja. En el año 2001, el diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja en las OPF fue de 2,3 puntos básicos, mientras que el diferencial medio entre el tipo medio ponderado y el tipo marginal ascendió a 1,4 puntos básicos. Lo reducido de este último diferencial indica que las entidades de contrapartida fueron, en general, bastante capaces de anticipar los tipos marginales que iban a aplicarse en las OPF y que, normalmente, la dispersión de los tipos

Gráfico 26

Número de entidades de contrapartida participantes y diferencial entre el tipo swap del EONIA a dos semanas y el tipo mínimo de puja

(datos semanales)



de interés a los que pujaron las entidades de crédito fue limitada. Al comparar las pujas efectuadas en las OPF durante el año 2001 con las presentadas en el segundo semestre del 2000 se pone de manifiesto el efecto de las expectativas sobre los tipos de interés en los tipos de adjudicación. En el año 2000, predominaron las expectativas de subidas, lo que supuso que los tipos del mercado monetario – y, por lo tanto, los tipos de interés de las pujas y los tipos de interés de adjudicación – tendieron a estar considerablemente por encima del tipo mínimo de puja. En el año 2001, dominaron las expectativas de un recorte de tipos, por lo que los tipos de interés de mercado tendieron a situarse cerca del tipo mínimo de puja e incluso por debajo de él (véase gráfico 26). Ello tuvo como consecuencia que, en general, los tipos de interés de puja de las entidades de crédito fueran cercanos al tipo mínimo de puja, y éste solió coincidir con el tipo marginal.

El predominio de las expectativas de un recorte de tipos en el año 2001 contribuyó al

descenso en el número medio de entidades de contrapartida participantes en las OPF llevadas a cabo por el Eurosistema durante ese año (véase gráfico 26). Si se compara con el segundo semestre del 2000, el número de entidades pasó a ser 410, lo que supuso una reducción del 36%. Durante el año 2001, las entidades que participaron en las OPF oscilaron entre 201 y 658. Entre otros factores que explican esta tendencia descendente en el número de participantes en las OPF se encuentran el proceso de concentración en el sector bancario de la zona del euro, la mayor integración de las actividades de gestión de tesorería dentro de los grupos bancarios y el aumento de la eficiencia del mercado interbancario, que tiende a reducir la necesidad de financiación directa del banco central.

Además de provocar un descenso de los tipos de adjudicación y del número de entidades de contrapartida, las fuertes expectativas de un recorte de tipos pueden dar lugar a una insuficiencia de pujas, como sucedió en las OPF ejecutadas el 13 de febrero, 10 de abril, 9 de

octubre y 6 de noviembre. En estas fechas, el importe total de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida fue insuficiente para satisfacer las necesidades de liquidez del sistema bancario, lo que ejerció una fuerte presión al alza sobre el tipo de interés a un día. En las OPF siguientes a los cuatro casos comentados, el BCE inyectó importantes volúmenes de liquidez sin que, sin embargo, se restablecieran totalmente las condiciones neutrales de liquidez, ya que tuvo que tener en cuenta también la oferta de liquidez en el siguiente período de mantenimiento. Las restrictivas condiciones de liquidez y los elevados tipos de interés interbancarios a un día resultantes de la insuficiencia de pujas hicieron comprender a los participantes en el mercado monetario que el empleo de la estrategia de las entidades bancarias de realizar pujas por debajo de las necesidades no resulta rentable.

Al cambio al nuevo procedimiento de subasta a tipo de interés variable en junio del 2000 se añadió la decisión de iniciar la publicación de una estimación de las necesidades de liquidez agregada del sistema bancario, con el fin de facilitar la tarea de las entidades de contrapartida a la hora de preparar sus pujas. Estas necesidades de liquidez guardan relación con dos componentes: las reservas mínimas y los factores autónomos. De estos dos componentes, las reservas mínimas se suelen conocer con un alto grado de precisión, mientras que la estimación de los factores autónomos es menos segura. En el año 2001, el error medio absoluto (la diferencia entre el valor medio estimado de los factores autónomos publicado con periodicidad semanal y el resultado correspondiente) fue de 1,9 mm de euros y la desviación típica de la diferencia entre las estimaciones y el resultado fue de 2,7 mm de euros.

1.3 Operaciones de financiación a plazo más largo

Además de las OPF, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones de financiación a plazo más largo, que son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad

mensual y vencimiento a tres meses. En promedio, a lo largo del año, las OFPML proporcionaron en torno al 27% de la financiación total mediante operaciones regulares de mercado abierto. En contraste con las OPF, las OFPML no se efectúan, por regla general, con la intención de gestionar la liquidez o de señalar la orientación de la política monetaria. Para que el Eurosistema actúe como aceptante de tipos de interés, las OFPML se han instrumentado mediante subastas a tipo de interés variable con un procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple (“subasta americana”), un volumen a adjudicar anunciado con antelación y sin tipo mínimo de puja. En cada una de las OFPML que se celebraron en el año 2001 se adjudicó un total, anunciado con antelación, de 20 mm de euros, lo que quiere decir que, a través de este tipo de operaciones de mercado abierto, había permanentemente un préstamo al sistema bancario de 60 mm de euros¹. El número de entidades participantes en el año 2001 osciló entre 195 y 268, situándose su media en 225 entidades. La tasa de participación se redujo un 17% con respecto al año 2000 principalmente por las mismas razones mencionadas antes para las OPF.

En las OFPML, la dispersión de las pujas fue, en general, mayor que en las OPF, sobre todo por la ausencia de un tipo mínimo de puja. En media anual, el tipo medio ponderado superó al tipo marginal en 2,7 puntos básicos, en comparación con los 2,2 puntos básicos del año 2000. La ratio de cobertura de las pujas alcanzó un promedio de 2,0, mientras que el año 2000 fue de 2,8.

1.4 Otras operaciones de mercado abierto

En el año 2001, el Eurosistema llevó a cabo dos operaciones de ajuste y dos operaciones estructurales. Las dos operaciones de ajuste tuvieron por objeto facilitar el normal funcio-

¹ Debido a problemas técnicos en la presentación de pujas, el día 28 de marzo de 2001 el importe adjudicado se redujo a 19,1 mm de euros.

namiento de los mercados e inyectar liquidez tras los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre (véase recuadro 8).

Los días 27 de abril y 27 de noviembre, en paralelo con las OPF respectivas, el Eurosistema efectuó operaciones estructurales a una semana. Estas operaciones, denominadas también “subastas complementarias” permitieron al BCE restablecer volúmenes de liquidez similares en las dos OPF vivas.² En ambas ocasiones, los volúmenes de las dos OPF vivas habían quedado considerablemente desequilibrados a consecuencia de la falta de peticiones. Las operaciones complementarias también se llevaron a cabo en forma de subastas estándar, pero con un vencimiento más corto, y se instrumentaron mediante subastas a tipo de interés variable con el mismo tipo mínimo de puja que las OPF que se realizaron en paralelo. El 27 de abril, el BCE adjudicó 80 mm de euros en la OPF y 73 mm de euros en la operación estructural a una semana, ambas al mismo tipo marginal. El 27 de noviembre, el BCE adjudicó 71 mm de euros en la OPF y 53 mm de euros en la operación estructural a una semana, situándose el tipo marginal de esta última 1 punto básico por encima de la OPF regular.

1.5 Facilidades permanentes

La amplitud de la banda de tipos de interés determinada por las dos facilidades permanentes se mantuvo estable, en 200 puntos básicos, durante todo el año 2001. El tipo mínimo de puja de las OPF permaneció todo el tiempo en medio de la banda.

A lo largo del año, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se cifró, en promedio, en 0,7 mm y 0,4 mm de euros, respectivamente. Si bien la utilización media de la facilidad de depósito disminuyó un 21% con respecto al 2000, el uso medio de la facilidad marginal de crédito aumentó un 97%, principalmente por las ocasiones en que se produjo una insuficiencia de pujas (véase gráfico 25). Normalmente, el

recurso a las facilidades permanentes es bastante limitado durante la mayor parte del período de mantenimiento, como puede apreciarse en el gráfico 25. Por lo general, las entidades de contrapartida únicamente hacen uso de la facilidad de depósito tras haber cumplido con las exigencias de reservas que, para la mayoría de las entidades de crédito, sólo ocurre en los últimos días del período de mantenimiento. Así, en el 2001, el recurso a la facilidad de depósito en los tres últimos días hábiles de los períodos de mantenimiento fue, en promedio, 7 veces superior al efectuado en los demás días. Lo mismo pasó, aunque en menor medida, con la utilización de la facilidad marginal de crédito, que en los tres últimos días hábiles de los períodos fue 5 veces superior al resto de los días. El número total de entidades de crédito que tuvieron acceso a la facilidad de depósito se redujo en 190. Por su parte, el número de entidades que accedió a la facilidad marginal de crédito aumentó en 6.

1.6 Sistema de reservas mínimas

El nivel medio de las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito de la zona del euro ascendió a 124 mm de euros en el año 2001, unos 12,2 mm de euros más que en el año 2000, lo que hizo aumentar en esta cantidad el déficit estructural de liquidez total del sector bancario frente al Eurosistema. El nivel de las reservas mínimas agregadas osciló entre 119,1 mm de euros (durante el período de mantenimiento que finalizó el 23 de enero) y 127,2 mm de euros (durante el período de mantenimiento que terminó el 23 de agosto). En promedio mensual, la base de reservas sujeta al coeficiente del 2% aumentó un 10% con respecto al año 2000.

De las 7.219 entidades de crédito, aproximadamente, sujetas a las reservas mínimas en diciembre del 2001, 4.649 cumplieron las exi-

² En el futuro, las “subastas complementarias” también se clasificarán formalmente como OPF, lo que supone que su tipo marginal se incluirá en los cálculos para establecer la remuneración de las reservas mínimas.

gencias directamente, mientras que el resto lo hicieron indirectamente a través de un intermediario. Los saldos de las entidades en cuentas corrientes fluctuaron entre 91,6 mm y 186,9 mm de euros a lo largo del año, lo que indicaba que se había contado siempre con reservas considerables para hacer frente a retiradas de fondos inesperadas (véase gráfico 25). De hecho, en el 2001, la volatilidad del EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) siguió siendo moderada. La desviación típica de sus variaciones diarias fue sólo de 15 puntos básicos, bastante reducida según criterios internacionales, a pesar de la bajísima frecuencia de las operaciones de ajuste. En el año 2000, la desviación típica del EONIA fue de 14 puntos básicos. Por consiguiente, las dos funciones principales del sistema de reservas mínimas, esto es, la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit estructural de liquidez del sector bancario, de nuevo se llevaron a cabo con éxito.

Dado el buen funcionamiento del sistema de reservas mínimas, no se modificaron sus principales características. En el 2001, sólo se introdujeron dos novedades en el sistema. En primer lugar, el 1 de marzo de 2001, el BCE formuló una Recomendación para un Reglamento del Consejo (CE) con el fin de ampliar de 15 días a dos meses el plazo concedido al Consejo de Gobierno del BCE para decidir sobre las objeciones planteadas por las entidades de crédito a las sanciones impuestas por incumplimiento de las reservas mínimas. Esta modificación se convirtió en vinculante al entrar en vigor, el 26 de enero de 2002, el Reglamento por el que se modifica el Reglamento del Consejo nº 2531/98 relativo a la aplicación de reservas mínimas por el BCE. En segundo lugar, el 10 de mayo de 2001 se aprobó el Reglamento BCE/2001/4 por el que se modifica el Reglamento BCE/1999/4 de 23 de septiembre de 1999 relativo a las facultades del Banco Central Europeo para imponer sanciones. Este acto jurídico vinculante estableció la obligación de los BCN y del BCE de guardar los documentos originales relativos a los casos de incumplimiento durante al menos cinco años.

La introducción del euro en Grecia el 1 de enero de 2001 impuso la realización de algunos ajustes en el mantenimiento de reservas del Eurosistema en el año 2001. El período de mantenimiento comenzó el 1 de enero de 2001 en Grecia, mientras que en los demás Estados miembros participantes comenzó, como era habitual, el 24 de diciembre de 2000. La integración de Grecia en la zona del euro supuso un aumento de las reservas mínimas totales del Eurosistema de 2,1 mm de euros. En total, 57 entidades de crédito griegas pasaron a estar sujetas al sistema.

Durante el año 2001, en cada período de mantenimiento se observaron, en promedio, 70 casos de incumplimiento de la obligación de mantener reservas mínimas, por un déficit medio diario de 1,2 mm de euros. En muchos casos, la cuantía de incumplimientos fue insignificante, por lo que no se impuso ninguna penalización. Sin embargo, también se produjeron infracciones bastante importantes, y 25 de ellas se penalizaron con multas superiores a los 10.000 euros. La mayor parte de las entidades de crédito que habían incumplido sus obligaciones lo reconocieron, mientras que 14 plantearon objeciones que exigieron que el Comité Ejecutivo del BCE adoptara una decisión. A su vez, una entidad de crédito solicitó que el Consejo de Gobierno revisara la decisión del Comité Ejecutivo.

1.7 Activos de garantía

Los Estatutos del SEBC exigen que todas las operaciones de crédito del Eurosistema estén cubiertas con activos de garantía adecuados. El marco del Eurosistema en materia de activos de garantía está diseñado para evitar que éste incurra en pérdidas a consecuencia de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago (véase capítulo III sobre medidas de control de riesgos), garantizar la igualdad de trato de las entidades de contrapartida y mejorar la eficiencia operativa. En las operaciones de crédito del Eurosistema se utilizan criterios de selección comunes para aceptar los activos de garantía. Al mismo tiempo, se tienen en cuenta las diferencias

existentes en las prácticas de los bancos centrales y en las estructuras financieras de los países de la zona del euro y la necesidad que tiene el Eurosistema de garantizar la disponibilidad de activos de garantía suficientes para las operaciones de crédito. De conformidad con el artículo 102 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, se prohíbe el acceso privilegiado de las instituciones públicas a las entidades financieras; en consecuencia, en el contexto de los activos de garantía, no debe discriminarse por la naturaleza pública o privada de los emisores.

Para tener en cuenta las diferencias existentes en la estructura financiera de los Estados miembros participantes, los activos de garantía aceptados en las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen un gran número de instrumentos distintos. Existen dos categorías de activos, denominadas lista “uno” y lista “dos”. Esta distinción no guarda relación con su aceptación en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema; la única diferencia estriba en que no se espera que el Eurosistema utilice los activos de la lista “dos” en las operaciones simples. La lista “uno” incluye instrumentos de renta fija negociables que satisfacen los criterios de selección uniformes para la zona del euro especificados por el BCE. La lista “dos” consta de activos que son de especial importancia en los mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, para los que los BCN proponen los criterios de selección, sujetos a los criterios mínimos de selección establecidos por el BCE. Los activos de la lista “dos” pueden ser instrumentos de renta fija negociables y no negociables o valores de renta variable.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar sus activos de garantía en toda la zona del euro: una entidad puede obtener financiación del BCN del Estado miembro donde tiene su sede mediante el empleo de activos ubicados en otro Estado miembro. Para facilitar la utilización transfronteriza de los activos en todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema, se dispone del modelo de corresponsalía

entre bancos centrales (MCBC), así como de “enlaces” entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) que cumplen los criterios del Eurosistema. En el MCBC pueden utilizarse todos los activos de garantía, pues existen soluciones específicas para los activos no negociables o activos de la lista “dos” con liquidez restringida y características especiales que no pueden transferirse a través de un SLV (véase capítulo VII).

Entre enero y diciembre del 2001, la cuantía total de activos negociables admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema aumentó un 5%, de 6,3 billones a 6,6 billones de euros, aproximadamente. Una proporción muy importante de activos negociables, el 95%, se componía de activos de la lista “uno”, mientras que el restante 5% correspondía a activos negociables de la lista “dos”. Además de estos activos, la lista “dos” incluye instrumentos de renta fija no negociables, como créditos bancarios, efectos comerciales y pagarés hipotecarios.³ Aunque los activos de la lista “uno” son los que se usan principalmente como garantía de las operaciones de política monetaria, algunas entidades utilizan en mayor medida los activos de la lista “dos”.

Si bien las entidades de contrapartida disponen potencialmente de un gran volumen de valores para su utilización en las operaciones de crédito del Eurosistema, la cuantía real de activos mantenidos por las entidades de crédito constituye sólo una parte del volumen total de activos admitidos, ya que otros agentes económicos también mantienen este tipo de activos. Según una estimación aproximada realizada por el Eurosistema a principios del 2001, alrededor de un tercio (es decir, aproximadamente 2,1 billones de euros) de todos los activos de garantía estaba en poder de las entidades de crédito de la zona del euro. Los activos de garantía mantenidos por las entidades de contrapartida son una función de la estructura de su balance, que, a su vez, está relacionada con la estructura financiera

³ No se dispone del volumen de activos no negociables de la lista “dos”.

Cuadro 10**Principales categorías de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema**

Tipo de activo	Lista “uno” (Espacio Económico Europeo)	Lista “dos” (zona del euro)
Negociables	<ul style="list-style-type: none"> • Certificados de deuda del BCE (no emitidos hasta el momento) y certificados de deuda de los BCN (emitidos antes de la UEM) • Deuda emitida por entidades no residentes e instituciones supranacionales • Deuda de las Administraciones central, regional y local • Bonos simples de entidades de crédito • Bonos de titulización • Obligaciones de empresa 	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda pública central, regional y local • Bonos y obligaciones de entidades de crédito • Obligaciones de empresa • Certificados de depósito • Obligaciones a medio plazo • Pagarés de empresa • Valores de renta variable • Activos negociables del sector privado
No negociables	<ul style="list-style-type: none"> • Ninguno 	<ul style="list-style-type: none"> • Créditos bancarios • Pagarés hipotecarios • Efectos comerciales

de cada uno de los países de la zona del euro. Las diferencias entre las entidades de contrapartida en cuanto a los activos de que disponen reflejan disparidades de los mercados financieros de cada uno de los países de la zona, como, por ejemplo, el grado de desarrollo de los mercados de valores privados y el marco jurídico de la titulización. Las diferencias iniciales en cuanto a la disponibilidad parecen estar disminuyendo, debido, en parte, a la mayor emisión de valores de renta fija privada en los mercados de la zona del euro, impulsada por la introducción del euro y el considerable crecimiento del uso transfronterizo de los activos de garantía.

Los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen un abanico muy amplio de activos de elevada calidad denominados en euros, emitidos (o garantizados) por entidades establecidas en el Espacio Económico Europeo en el caso de los activos de la lista “uno”, o en la zona del euro en el caso de los activos de la lista “dos” (véase cuadro 10). Una parte sustancial de la lista “uno” (que consta solamente de instrumentos de renta fija) está compuesta por deuda pública, es decir, activos emitidos por las administraciones central, regional y local. Los valores emitidos por la Administración Central suelen tener un saldo vivo elevado, un tamaño de emisión y un volumen considerables y bajos diferenciales de nego-

ciación y cuantitativamente constituyen la fuente más abundante de activos de garantía en casi todos los países de la zona del euro. Los valores emitidos por las administraciones regional y local de los distintos países muestran grados de liquidez diferentes, pero, en general, son menos líquidos que los valores de la Administración Central. Otro tipo de activos incluidos en la lista “uno” son los valores emitidos por entidades no residentes e instituciones supranacionales.

Los valores del sector privado de la lista “uno” incluyen bonos de titulización de activos, bonos simples de entidades de crédito y obligaciones de empresa. Muchos bonos de titulización son bonos que titulizan hipotecas o deuda pública. A diferencia de otros bonos de titulización de activos, estos bonos son emitidos directamente por entidades de crédito especializadas en lugar de por sociedades instrumentales.⁴ En otros países de la zona del euro también se han introducido – o ha crecido su emisión en los últimos años – activos similares a los “Pfandbriefe”, que tuvieron su origen en los mercados alemán y austriaco, (por ejemplo, las “obligations foncières” de Francia y las “cédulas hipotecarias” de España).

⁴ Una sociedad instrumental es una entidad jurídica establecida para adquirir o mantener activos en su cartera, titularlos y venderlos a terceros.

Los saldos vivos de los bonos simples de entidades de crédito son considerables en algunos países de la zona del euro, pero el volumen es generalmente bajo si se compara con la deuda pública o con ciertos productos tipo Pfandbrief (como las denominadas emisiones "Jumbo"). En cuanto a las obligaciones de empresa, el tamaño de la emisión suele ser más pequeño que el de otros tipos de emisor en muchos países de la zona, y los datos disponibles muestran que el volumen es sustancialmente menor que el de la deuda pública. El mercado de renta fija privada ha registrado un crecimiento significativo en lo que respecta a la emisión de valores a raíz de la introducción del euro.

Los activos de la lista "dos" incluyen bonos de entidades de crédito y obligaciones de empresa, pagarés de empresas, obligaciones a medio plazo, deuda de las administraciones regionales, créditos bancarios, efectos comerciales, pagarés hipotecarios y valores de renta variable. Salvo por esta última categoría, tanto la liquidez como el desarrollo de los mercados suelen ser menores en el caso de los activos de lista "dos" que en los activos de la lista "uno". Muchos de los activos de la lista "dos" ni cotizan ni se negocian en mercados regulados, sino que se contratan en mercados no organizados.

La gestión y publicación de la lista completa de activos admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema se lleva a cabo de forma centralizada en el BCE, donde se mantiene una Base de datos de activos admitidos. Los BCN envían al BCE información sobre los activos emitidos en sus respectivos mercados nacionales. Los datos se recogen semanalmente y el BCE los pone a la disposición de todas las partes interesadas en su dirección de Internet (www.ecb.int). La solución de publicar las listas de activos en Internet ha resultado ser muy eficiente. Actualmente están realizándose preparativos para mejorar la actualización de datos y aumentar su frecuencia, que, hasta ahora, es semanal.

1.8 Evolución de mercado monetario

La introducción del euro llevó a la creación de un mercado monetario en la zona del euro grande, líquido e integrado. Esto sucedió en la mayoría de los segmentos del mercado, aunque las señales de integración han sido particularmente evidentes en los segmentos de operaciones de crédito sin garantías y de swaps. La centralización de las actividades de gestión de tesorería de las entidades bancarias también pone de manifiesto los avances conseguidos en el camino hacia la integración en una serie de centros financieros. Las operaciones transfronterizas dentro de la zona del euro son numerosas y se consideran de forma generalizada como operaciones casi nacionales. Además, la actividad de intermediación se concentra de manera creciente en un número relativamente reducido de entidades de importancia, cuya actividad se orienta cada vez menos al mercado nacional y más a toda la zona del euro.

Aunque menos integrado, el mercado de repos de la zona del euro mostró ciertas mejoras, como pone de manifiesto el considerable crecimiento de las operaciones transfronterizas de este segmento. Como parte de los esfuerzos para promover un mercado de repos más integrado, los participantes en el mercado han intervenido en un proyecto auspiciado por la Federación Europea de Banca y por el Consejo Europeo de Repos con el fin de establecer una referencia representativa para el mercado de repos para activos de garantía genéricos (tipos de referencia Euro), que ha entrado en funcionamiento en marzo del 2002.

El desarrollo del mercado de valores a corto plazo (es decir, letras del Tesoro, pagarés de empresa y certificados de depósito) sigue siendo limitado en comparación con el de otros segmentos del mercado monetario. Este mercado aún está fragmentado, pues las operaciones siguen siendo esencialmente de carácter nacional. Sin embargo, la tendencia general hacia la financiación proveniente del mercado ha sostenido el intenso crecimiento de la emisión de pagarés de empresa.

Las operaciones con derivados del mercado monetario denominados en euros, como los swaps y futuros de tipos de interés, siguieron registrando incrementos considerables durante el 2001. La encuesta trienal a bancos centrales del Banco de Pagos Internacionales, de abril del 2001, llegó a la conclusión de que el 47% del volumen total diario de las operaciones de derivados de tipos de interés realizadas en los mercados no organizados se efectuó en euros. La liquidez del mercado de

swaps de tipos de interés ha aumentado, entre otros factores, por la utilización sistemática de este segmento del mercado con fines de cobertura y de toma de posiciones. La importancia del EONIA como índice del mercado de swaps de tipos de interés a un día sigue creciendo. En el caso de vencimientos a muy corto plazo, el mercado de swaps se basa ahora casi exclusivamente en este tipo de referencia.

2 Operaciones en divisas e inversión de los activos exteriores de reserva

Corresponde al Eurosistema mantener y gestionar los activos exteriores de reserva de los Estados miembros de la UE participantes.

2.1 Operaciones en divisas

En el año 2001, el BCE no realizó ninguna intervención en el mercado de divisas por propia iniciativa. Sin embargo, en los días 24, 26 y 27 de septiembre, el BCE y algunos BCN efectuaron operaciones en este mercado en nombre del Banco de Japón, en virtud de un acuerdo de agencia entre el BCE y el Banco de Japón. Además, tras los atentados terroristas en Estados Unidos, la Reserva Federal y el BCE acordaron, el 12 de septiembre, realizar operaciones swap, que se efectuaron los días 12, 13 y 14 de septiembre (véase recuadro 8).

El 15 de noviembre de 2000, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la solicitud del BCE de convertirse en un tenedor autorizado de derechos especiales de giro (DEG), lo que le permitía participar voluntariamente en operaciones con países miembros del FMI y con otros tenedores autorizados de DEG. En abril del 2001 se firmó un acuerdo permanente entre el BCE y el FMI para facilitar que el FMI iniciara, por cuenta del BCE, operaciones DEG con otros tenedores de DEG (véase capítulo V). En el año 2001, este acuerdo se utilizó en una ocasión.

2.2 Activos exteriores de reserva del Eurosistema

A finales del 2001, los activos exteriores netos del BCE ascendían a 46,8 mm de euros, frente a los 43,5 mm de euros de finales del 2000. Esta variación es atribuible al efecto de tres factores: la transferencia de activos exteriores de reserva que realizó el Banco de Grecia al BCE tras su integración en la zona del euro a comienzos de año, la renta de intereses devengada por las reservas exteriores del BCE y los cambios en el valor de mercado de estos activos exteriores de reserva. Cabe la posibilidad de que el BCE solicite a los BCN activos exteriores de reserva adicionales, de conformidad con las condiciones previstas en la legislación secundaria de la Comunidad Europea (Reglamento (CE) nº 1010/2000 del Consejo, de 8 de mayo de 2000, relativo a la solicitud del BCE de más activos exteriores de reserva).

El Consejo de Gobierno ha definido la distribución por monedas de las reservas exteriores del BCE, que se componen de oro, dólares estadounidenses y yenes japoneses, atendiendo a estudios sobre la asignación óptima por monedas y a las posibles necesidades operativas, distribución que puede modificarse siempre y cuando se considere oportuno. No se lleva a cabo una gestión activa de las monedas exteriores de reserva con fines de inversión, para evitar interferencias con la política monetaria única del Eurosiste-

Recuadro 8

Operaciones como banco central tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001

Los atentados terroristas perpetrados el 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos han tenido repercusiones de gran alcance en los mercados financieros, que han obligado a los principales bancos centrales del mundo a actuar para conseguir su normal funcionamiento. El día en que se cometieron los atentados, el Eurosistema anunció su disposición a apoyar el normal funcionamiento de los mercados y a proporcionar liquidez, en caso de que fuera necesario.

En consonancia con esta declaración, y para contribuir al buen funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro, el Eurosistema realizó dos operaciones de ajuste de inyección de liquidez en forma de subastas rápidas, con vencimiento y liquidación en el mismo día. En ambos casos se aplicó un tipo fijo del 4,25%, que coincidía con el tipo mínimo de puja vigente de las operaciones principales de financiación. En la primera operación, las pujas ascendieron a 69,3 mm de euros, y participaron en ella 63 entidades de contrapartida. En la segunda, fueron 45 entidades las que presentaron pujas por un total de 40,5 mm de euros. El BCE cubrió todas las pujas en las dos operaciones.

Además de inyectar liquidez en euros, el Eurosistema ayudó a las entidades de crédito de la zona a satisfacer las urgentes necesidades de liquidez en dólares estadounidenses derivadas de los problemas de liquidación con algunos bancos corresponsales estadounidenses y de la renuencia de las entidades de crédito de Estados Unidos a prestar dólares antes de solucionar sus propias necesidades de liquidez, lo que sólo se produjo después de que terminará la sesión en Europa. Para proporcionar la liquidez necesaria en dólares, la Reserva Federal y el BCE acordaron, el 12 de septiembre, realizar un acuerdo de operaciones *swap*. En virtud de este acuerdo, el BCE podía disponer de hasta 50 mm de dólares de una línea de *swap*, recibiendo depósitos en dólares en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. A cambio, este banco recibiría depósitos en euros en el BCE por un importe equivalente. La línea de *swap* venció el 13 de octubre.

El BCE hizo uso de esta línea los días 12, 13 y 14 de septiembre. El importe de que se dispuso el 12 de septiembre ascendió a 5,4 mm de dólares estadounidenses y venció el 17 de septiembre. Se volvió a utilizar en los dos días siguientes en forma de *swaps* a un día por un total de 14,1 mm de dólares el 13 de septiembre y de 3,9 mm de dólares el 14 de septiembre. Los depósitos en dólares se pusieron a disposición de los BCN del Eurosistema, que los emplearon para satisfacer las necesidades de liquidez en dólares de las entidades de crédito de la zona del euro.

En el contexto de una mayor incertidumbre sobre las economías mundial y estadounidense tras los atentados terroristas, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal recortó el tipo de interés aplicado a los fondos federales el 17 de septiembre. De conformidad con esta decisión, y considerando la posibilidad de que los hechos ocurridos en Estados Unidos afectaran a la confianza de la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE, también en esa misma fecha, redujo en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, hasta situarlo en el 3,75%. Igualmente, algunos otros bancos centrales bajaron sus tipos de interés oficiales los días 17 y 18 de septiembre. (Para obtener más información sobre las decisiones de política monetaria tomadas en el 2001, véase capítulo I).

En el ámbito de los tipos de cambio, la inmediata depreciación del dólar tras los atentados terroristas ejerció una intensa y no deseada presión al alza sobre el yen japonés. En el contexto del acuerdo de agencia entre el BCE y el Banco de Japón, los días 24, 26 y 27 de septiembre el BCE y algunos BCN de la zona del euro en su nombre compraron euros contra yenes para el Banco de Japón.

ma. Por lo que se refiere a los activos en oro, el BCE no los gestiona de ninguna manera, de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales de 26 de septiembre de

1999. Cada uno de los bancos centrales del Eurosistema forma parte de este acuerdo, que estipula que los signatarios no incrementarán su actividad en cuanto a los préstamos

ni en los mercados de futuros y opciones sobre oro.

Los BCN gestionan las reservas exteriores del BCE de acuerdo con las orientaciones y las instrucciones del BCE. Además, gestionan sus propios activos exteriores de reserva como mejor les parece, pero sus operaciones en moneda extranjera están sujetas, por encima de un cierto límite, a su notificación o aprobación por el BCE, con el fin de garantizar la coherencia con la política monetaria única del Eurosistema.

En cuanto a las reservas exteriores tanto del BCE como de los BCN, en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) se publican mensualmente, con un desfase de un mes, datos sobre las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera, en consonancia con las Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI, lo que completa la información contenida en el estado financiero consolidado semanal del Eurosistema

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

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

Los BCN de la zona del euro gestionan estas reservas de forma descentralizada, siguiendo unas orientaciones de inversión y una referencia estratégica adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE y una referencia táctica decidida por el Comité Ejecutivo. Además de la distribución por monedas, el BCE ha definido cuatro parámetros fundamentales para la

gestión de sus reservas exteriores. En primer lugar, una referencia de dos niveles para la gestión de cada moneda (es decir, una referencia estratégica y otra táctica). En segundo lugar, unas bandas de desviación con respecto a estas referencias en términos de riesgo de tipo de interés. En tercer lugar, una lista de operaciones e instrumentos aceptados. En cuarto lugar, unos límites al riesgo de crédito (véase capítulo III). Los BCN hacen uso de la libertad que les brindan las bandas de desviación y los límites al riesgo de crédito para maximizar la rentabilidad de sus carteras en relación con la referencia, sujetos a un seguimiento continuo por parte del BCE. Cuando llevan a cabo la actividad inversora del BCE, los BCN actúan en nombre de esta institución con un mandato de agencia, de manera que las contrapartidas del BCE puedan distinguir las operaciones efectuadas por los BCN por cuenta del BCE de las realizadas por si mismos al gestionar sus propias reservas.

Desde su inicio, este sistema ha funcionado de manera satisfactoria, y se ha seguido trabajando con el fin de mejorar las técnicas de gestión de riesgos y de cartera. En consonancia con la ampliación paulatina de la gama de instrumentos en los que se puede invertir y con el fin de aumentar la eficiencia con la que se toman posiciones, se prevé, para el primer trimestre del 2002, la utilización de futuros sobre instrumentos del mercado monetario y sobre bonos para gestionar las reservas exteriores. Además, el BCE ha diversificado sus inversiones en renta fija hacia emisores no soberanos de elevada calidad con objeto de mejorar el perfil de riesgo/rentabilidad de las carteras.

Por último, la evolución en curso del sistema de gestión de riesgos (véase capítulo III), y los cambios en el sistema informático (con la introducción de una nueva versión del sistema de gestión de carteras) y en la documentación jurídica (con la introducción, entre otras cosas, del Acuerdo Marco Europeo) contribuyeron a la potenciación de la gestión global de las reservas exteriores del BCE.

3 Gestión de los recursos propios del BCE

El fin primordial del capital del BCE es proporcionar a esta institución un fondo de reserva que aporte renta suficiente y que, al mismo tiempo, mantenga un nivel de seguridad adecuado. El capital inicial con que se dotó al BCE fue de, aproximadamente, 4.000 millones de euros. En el año 2001, este capital recibió dos aportaciones importantes. En primer lugar, Grecia contribuyó con la participación que le correspondía en el capital del BCE, al integrarse en la zona del euro a principios de año; y, en segundo lugar, una parte de los beneficios totales de explotación del BCE en el año 2000 se transfirieron al fondo general de reserva.

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

Dados los objetivos perseguidos y los parámetros fundamentales descritos anteriormente, los recursos propios se invierten principalmente en deuda pública de la zona del euro y en algunos otros bonos garantizados de elevada calidad. Desde 1999 también se han aceptado ciertos derivados de renta fija

de la zona del euro y operaciones directas de préstamo de valores. En consonancia con la progresiva ampliación de la gama de instrumentos en los que se puede invertir, en febrero del 2001 se puso en marcha un programa automático de préstamo de valores para los recursos propios.

Hay también una lista de entidades de contrapartida aceptadas para invertir los recursos propios del BCE. La lista, aunque elaborada de forma independiente a las relacionadas con la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE, satisface los mismos criterios de prudencia y eficiencia. La documentación legal relevante, incluido el reciente Acuerdo Marco Europeo, corresponde a la utilizada en relación con la gestión de las reservas exteriores.

Dado que los recursos propios del BCE se encuentran invertidos actualmente en activos denominados en euros, resulta de la mayor importancia impedir cualquier interferencia en las decisiones de política monetaria. Por ello, para evitar la utilización de información privilegiada en la gestión de los recursos propios de la institución y para proteger su reputación, existe el procedimiento denominado "muralla china", es decir, la estricta división funcional y física entre la unidad que gestiona los recursos propios y las demás unidades del BCE. Por otro lado, el BCE gestiona sus recursos de una manera relativamente pasiva, sobre todo en lo que respecta al mercado monetario, para no generar señales que pudieran considerarse, equivocadamente, relacionadas con la política monetaria.



Grecia: **Comprobación de pliegos de billetes en la imprenta del Banco de Grecia en Atenas.**

Capítulo III

Gestión de riesgos

La función de gestión de riesgos encomendada al BCE consiste en gestionar y efectuar un seguimiento de los riesgos financieros en que incurre directamente esta institución o los 12 BCN del Eurosistema por cuenta del BCE. Consta de dos áreas principales: las operaciones de política monetaria y las operaciones de inversión. La primera se centra en los riesgos asociados a las operaciones de política monetaria del Eurosistema, incluidas las operaciones de los sistemas de pago (principalmente mediante la provisión de liquidez intradía en el sistema TARGET). La segunda se ocupa de los activos exteriores de reserva y de la gestión de los recursos propios del BCE.

I. Operaciones de política monetaria

En el curso de las operaciones de crédito derivadas de la política monetaria y de los sistemas de pago, el Eurosistema incurre en riesgos al intervenir en una transacción con una contrapartida que puede incumplir sus obligaciones. Este riesgo de crédito se ve atenuado por el empleo de activos de garantía adecuados, exigido en todas las operaciones de crédito del Eurosistema en virtud del artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC.

Para evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas, así como para garantizar el trato equitativo de las entidades de contrapartida y aumentar la eficiencia operativa, los activos han de satisfacer determinados criterios comunes para que puedan ser admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. El sistema de activos de garantía establece estos criterios.

Debido a diferencias en la estructura financiera de los Estados miembros, y a motivaciones internas del Eurosistema, se distinguen dos categorías de activos que pueden ser admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que se denominan lista “uno” y lista “dos”. La lista “uno” incluye los instrumentos de renta fija negociable que cumplen los criterios de selección especificados por el BCE para el conjunto de la zona del euro. La lista “dos” incluye otros activos (negociables y no negociables) que son de particular importancia en los mercados financieros y en los sistemas bancarios nacionales, y cuyos criterios de selección, aplicados por los BCN respectivos, están sujetos a la aprobación del BCE. No se realiza ninguna distinción entre

las dos listas por lo que respecta a la calidad de los activos o a su utilización en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema

I.1 Medidas de control de riesgos

Tanto los activos de la lista “uno” como los de la lista “dos” están sujetos a medidas de control de riesgos. Estas medidas se aplican a los activos que garantizan las operaciones de crédito del Eurosistema, para evitar el riesgo de que incurra en pérdidas en caso de que haya que liquidar los activos de garantía por incumplimiento de una entidad de contrapartida. Esto significa que el Eurosistema emplea los activos de garantía para recuperar los fondos que había proporcionado. Es en situaciones como ésta cuando el Eurosistema incurre en riesgos de mercado y de liquidez, asociados a los activos de garantía. Las medidas de control de riesgos del Eurosistema en el año 2001 fueron los márgenes iniciales, los recortes de valoración, los márgenes de variación, los límites en relación con los emisores/deudores o avalistas y garantías adicionales.

Control de riesgos

Para obtener un nivel de control de riesgos adecuado, el Eurosistema evalúa, conforme a las prácticas de mercado más idóneas, parámetros tales como la evolución actual y futura de los precios, así como sus volatilidades. Las medidas de valor en riesgo (VaR) se utilizan para estimar los recortes de valora-

ción necesarios para reflejar la máxima pérdida del valor de mercado que podría ser generada por los activos de garantía. Estas medidas se calculan partiendo del comportamiento histórico y con un cierto nivel de confianza estadística en un período de tiempo dado. Otros medidas para calibrar los recortes de valoración son las pruebas de estrés (*stress testing*) y las pruebas de rendimiento basadas en datos históricos (*back testing*).

Además de los márgenes iniciales aplicados a la cuantía del crédito, el Eurosistema aplica recortes de valoración, dependiendo del tipo de activo, de la vida residual y de la estructura de los cupones. Los recortes se aplican deduciendo un determinado porcentaje del valor de mercado del activo. En el año 2001, los diferentes recortes de valoración para los activos de la lista “uno” se correspondieron con las tres clases de tipos de interés de los instrumentos financieros: fijo, variable y variable inverso

Los recortes de valoración aplicados a los activos de la lista “dos” corresponden a los riesgos específicos asociados con estos activos y son tan estrictos como los recortes aplicados a los activos de la lista “uno”. Los márgenes iniciales y los ajuste de los márgenes de garantía se aplican a los activos de la lista “dos” de la misma manera que a los activos de la lista “uno”. En el 2001 se utilizaron cuatro grupos de recortes diferentes para los activos de la lista “dos”, según las diferentes características intrínsecas y de liquidez: acciones, instrumentos de renta fija negociables con liquidez limitada, instrumentos de renta fija con liquidez restringida e instrumentos de renta fija no negociables y con características especiales.

Los activos están sometidos a una valoración diaria, y los BCN calculan diariamente el valor exigido al activo de garantía, teniendo en cuenta los principios de valoración establecidos por el Eurosistema. Se efectúan ajustes simétricos de los márgenes siempre que los activos dejan de garantizar totalmente la operación principal o exceden el valor exigido. Los ajustes pueden efectuarse mediante la

aportación de activos de garantía adicionales o mediante pagos en efectivo.

Principios de valoración

El Eurosistema aplica unos principios de valoración para determinar el valor de los activos de garantía que se emplean en sus operaciones de crédito. Para calcular el valor de cada activo negociable de las listas “uno” y “dos”, el Eurosistema utiliza un único mercado de referencia para obtener el precio de los activos, y define el precio más representativo de este mercado. Si existen varios precios, se considera solamente el menor de todos ellos (normalmente, el precio de demanda). Para los activos no negociables de la lista “dos” y aquellos activos negociables de la lista “uno” que no suelen negociarse, de modo que no es posible efectuar el ajuste a mercado, el Eurosistema adopta generalmente una estrategia de ajuste al valor teórico basada en el descuento del valor actual de los flujos de caja futuros. El descuento se basa en una curva cupón cero adecuada, y las diferencias entre los emisores se tienen en cuenta explícitamente a través de los diferenciales derivados del riesgo de crédito. Como el diferencial de crédito depende mucho de las características de los mercados nacionales, son los bancos centrales nacionales lo que analizan los datos de mercado disponibles. Los BCN proponen los diferenciales de crédito al BCE quien, en última instancia, los aprueba.

1.2 Valoración del riesgo de crédito

Los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema deben tener una calidad crediticia elevada. En la evaluación de la calidad de los instrumentos de renta fija, el BCE considera, entre otros factores, las calificaciones disponibles otorgadas por agencias y por aquellos BCN que disponen de sistemas internos de evaluación del crédito, así como determinados criterios institucionales dirigidos a obtener una protección especialmente elevada en las operaciones del Eurosistema, incluyendo avales.

El Eurosistema no acepta como activos de garantía instrumentos de renta fija emitidos o respaldados por la entidad de contrapartida o por cualquier otra entidad con la que dicha contrapartida tenga vínculos estrechos.

La calidad crediticia de los activos de garantía se verifica continuamente para comprobar

que equivale, por lo menos, al nivel mínimo de solvencia financiera especificada por el Eurosistema. El BCE hace un seguimiento de la evaluación del crédito proporcionada por los BCN y, por las agencias nacionales que califican los activos nacionales de la lista “dos”.

2 Operaciones de inversión

A finales del 2001, el BCE contaba con una cartera de inversión que alcanzaba los 46,8 mm de euros y se componían de reservas de divisas, oro y derechos especiales de giro (DEG).

Las reservas de divisas están denominadas en dólares estadounidenses y en yenes japoneses y son gestionadas por los BCN por cuenta del BCE. Esta cartera se mantiene, ante todo, como una cartera de intervención.

Además de las inversiones gestionadas activamente, el BCE también mantiene oro.

Por otra parte, los recursos propios del BCE están invertidos en instrumentos denominados en euros, gestionados por un grupo separado de gestores de cartera de la propia institución. Estas inversiones denominadas “recursos propios”, tienen como objetivo la obtención de una rentabilidad para financiar los gastos corrientes del BCE.

La solidez financiera y la reputación del BCE dependen de que la gestión de la cartera de inversión sea adecuada. En este sentido, el disponer de una estructura de gestión de riesgos correcta es un elemento muy importante.

El sistema de gestión de riesgos

El sistema para gestionar los riesgos asociados con la cartera de inversión del BCE consta de tres componentes estrechamente relacionados:

- El establecimiento de un marco analítico que determine una asignación de activos para las reservas de divisas y para la inversión de los recursos propios. En concreto, se trata de determinar la distribución por monedas de las carteras de reservas de divisas y la referencia estratégica de cada cartera.
- El análisis de los resultados de la inversión.
- El establecimiento de medidas de gestión de riesgos adecuadas y la vigilancia de su cumplimiento.

Asignación de activos

La asignación de activos consiste en determinar la óptima distribución por monedas de las reservas de divisas y la óptima asignación de activos para cada cartera en divisas.

La liquidez y la diversificación son las consideraciones fundamentales que hay que tener en cuenta para evaluar la distribución por monedas. En la práctica, para realizar la asignación de activos en cada cartera se establece una referencia de inversión estratégica para cada una de ellas.

Las referencias estratégicas están pensadas para indicar y poner en práctica las preferencias riesgo-rentabilidad a largo plazo del BCE y proporcionan a los gestores de cartera del Eurosistema indicaciones claras de los niveles de riesgo de mercado, de crédito y de liquidez que desea el BCE. Las referencias son cruciales para los resultados del BCE, pues la rentabilidad de las inversiones es el principal determinante de la generación de recursos.

El objetivo de la asignación de activos es lograr la máxima rentabilidad, dentro de las limitaciones con las que opera el BCE. Las referencias estratégicas se revisan anualmente. En 2001, se desarrollaron nuevas metodologías para estimar la rentabilidad esperada de cada tipo de activo. Estos escenarios de rentabilidad esperada se utilizaron en los diferentes ejercicios de optimización efectuados antes de establecer las referencias. Además, se realizaron pruebas de estrés de la curva de rendimiento de cada clase de activo, con el fin de evaluar la resistencia de las posibles futuras asignaciones de activos ante perturbaciones externas.

La asignación de activos señalada es un indicador del enfoque activo que sigue el BCE en la gestión de riesgos.

Análisis de los resultados de la inversión

Con periodicidad trimestral, semestral y anual se presentan análisis de los resultados de la inversión ante el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE, así como ante gestores de cartera y responsables de la toma de decisiones en el BCE y en el Eurosistema. Los resultados y los riesgos se miden con arreglo a las recomendaciones de la *Association of Investment Management and Research* (AIMR). También se analizan los resultados de la inversión para identificar sus fuentes de generación de resultados. En el 2001, se prestó especial atención al examen de las restricciones de liquidez derivadas de gestionar una cartera de intervención. Todos los mercados o instrumentos en los que el BCE invierte deben satisfacer unos criterios de liquidez predeterminados aprobados por el Comité Ejecutivo. Estos criterios conllevan una definición de liquidez que ha de cumplirse incluso en situaciones de tensión. Obviamente, los criterios de liquidez más exigentes se aplican a las reservas de divisas. Como es importante conocer el efecto producido por sus estrictos criterios de liquidez, las inversiones del BCE se comparan con fronteras económicas eficientes teóricas, y se mide el coste en términos de la rentabilidad perdida derivada de la definición de liquidez.

Establecimiento de medidas de gestión de riesgos adecuadas y su cumplimiento

Se han adoptado medidas de gestión de riesgos y de su cumplimiento para evaluar y gestionar los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez. La duración es la medida principal del riesgo de mercado que se utiliza. Sin embargo, también se hace un seguimiento de medidas de riesgo de mercado relativas como el valor en riesgo o el riesgo contra la cartera de referencia (*tracking error*). Esta última medida es especialmente útil, ya que refleja el riesgo de mercado en que incurren los gestores de cartera, independientemente de su origen (riesgo de diferencial, riesgo de curva de tipos y riesgo de desplazamiento). Se han dedicado recursos considerables a descomponer el riesgo de mercado en sus fuentes de riesgo. Este tipo de información ayuda a entender mejor la composición de los resultados obtenidos.

La prudente orientación del BCE con respecto al riesgo se pone de manifiesto en las decisiones de inversión, que hacen especial hincapié en una solvencia elevada y en la liquidez. Para poder participar en las operaciones de gestión de las reservas de divisas, las entidades de contrapartida deben satisfacer unos criterios de calificación mínimos y cumplir con determinados requisitos operativos. Los niveles mínimos de calificación de cada contrapartida se establecen según la naturaleza de la transacción y el riesgo de crédito inherente. El análisis de la situación crediticia de las entidades de contrapartida se lleva a cabo para complementar las calificaciones crediticias de las agencias, utilizando una técnica estadística multivariante desarrollada por la División de Análisis y Control de Riesgos del BCE. Los límites al riesgo de crédito de las entidades de contrapartida se determinan y luego se distribuyen entre los BCN en función de su participación en el total de fondos que gestionan por cuenta del BCE. Todas las operaciones con las entidades de contrapartida aceptadas se instrumentan mediante la documentación jurídica adecuada.

3 Evolución en el año 2002

En el año 2002 continuarán los esfuerzos para mejorar el sistema de gestión de riesgos del BCE.

En relación con las operaciones de crédito del Eurosistema, se mejorará el tratamiento del riesgo de liquidez. Además, se analizará el impacto de la propuesta de Basilea sobre la Adecuación del Capital en el sistema de activos de garantía. Para evaluar la solvencia financiera de los activos de garantía del Eurosistema, el BCE tiene ante sí un interesante trabajo acerca de la posibilidad de aumentar las fuentes de información sobre el riesgo de crédito.

Por su parte, las operaciones de inversión se centrarán en dos áreas principales. En primer lugar, se mejorará el estudio de la atribución de los resultados para conocer mejor cómo afectan los factores de mercado a la generación de los mismos. De este modo, se enriquecerá el análisis *ex post* que se efectúa actualmente y los responsables de la toma de

decisiones tendrán una información más adecuada para adoptar decisiones de inversión futuras. En segundo lugar, se pondrá en marcha una plataforma informática para conectar todas las aplicaciones actuales utilizadas para la gestión de riesgos. La plataforma facilitará la integración de los informes y análisis de crédito y de mercado. A su vez, el análisis conjunto incrementará el valor de la gestión de riesgos en el proceso de toma de decisiones.

Por último, estas iniciativas garantizarán que el BCE logre el máximo rendimiento disponible, dentro de las restricciones con las que opera. Una gestión adecuada de sus riesgos financieros garantiza la independencia financiera y la fortaleza del BCE, al tiempo que mejora su reputación e independencia institucional, factores necesarios, en última instancia, para cumplir con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. En este contexto, una gestión de riesgos eficiente y apropiada es de suma importancia.



Bélgica: **Luck Luycx**, de la **Real Fábrica Belga**, diseñador de la cara europea de las monedas de euro, trabajando. **Moneda de dos euros y modelo de escayola utilizado.**

Capítulo IV

Evolución económica en otros países de la Unión Europea

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

Dinamarca

La economía danesa sufrió una desaceleración en el año 2001, en el que el PIB registró un moderado crecimiento del 1,2%, frente al 3% observado en el año 2000 (véase cuadro 11). Esta ralentización aparentemente acusada incluye el efecto de un huracán en diciembre de 1999, que estimuló la actividad en el 2000. El hecho de que este incremento temporal de la actividad se haya desvanecido puede representar, por sí solo, hasta 1,5 puntos porcentuales de la caída del crecimiento entre ese año y el 2001. El crecimiento de las exportaciones se redujo del 11,5% en el año 2000 al 3,4% en el 2001. No obstante, también disminuyó el crecimiento de las importaciones, y la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB siguió siendo positiva y significativa en el año 2001. Este crecimiento sostenido de las exportaciones refleja el hecho de que aumentaran las exportaciones de turbinas eólicas al tiempo que las de productos farmacéuticos y carne de porcino siguieran siendo relativamente insensibles a las fluctuaciones económicas. A las exportaciones de porcino les benefició temporalmente el brote de fiebre aftosa en el Reino Unido. La confianza de los consumidores aumentó ligeramente, mientras que el consumo privado registró un moderado incremento de un 1,1% y el consumo público

creció un 1,4% en el 2001. En conjunto, la evolución de estos últimos componentes no bastó para contrarrestar una caída de la inversión que, en los sectores de materiales y construcción revirtió a niveles similares a los observados en 1999. La contribución de la demanda interna, incluidas las existencias, al crecimiento del PIB real en el 2001 bajó del 2,5% en el año 2000 al 0,8% en el 2001. El mercado de trabajo danés siguió mostrando tensiones relativas, reduciéndose la tasa de desempleo hasta un mínimo del 4,3%.

Pese a las tensiones en el mercado de trabajo y a los elevados precios de la energía, la evolución de los precios en Dinamarca siguió siendo bastante moderada en el año 2001. La tasa de aumento del IACP se mantuvo relativamente estable a lo largo del año, reduciéndose la media anual hasta el 2,3%, en comparación con el 2,7% observado en el 2000. Los salarios siguieron creciendo a una tasa más alta que en la zona del euro, debido sobre todo a la disminución del número de horas trabajadas como consecuencia del aumento de las vacaciones reglamentarias, aunque el crecimiento de los salarios en el sector público fue alto. En el año 2001, la remuneración por asalariado se incrementó en un moderado 4,2% y los costes laborales unitarios en un 3,5%. Ambas cifras se sitúan por encima de los niveles registrados en la zona del euro.

Las finanzas públicas mantuvieron una posición sólida en el año 2001. El superávit de las Administraciones Públicas se mantuvo en el 2,5% del PIB (excluidos los ingresos por la venta de licencias UMTS), al igual que en el año anterior. La deuda pública siguió reduciéndose, del 46,8% al 44,5% del PIB. El Programa de Convergencia actualizado de Dinamarca prevé superávit presupuestarios del 1,9% y del 2,1% del PIB en los años 2002 y 2003, respectivamente. Estos saldos son más bajos que los que se contemplan en la actualización anterior del Programa de Convergencia. La diferencia puede atribuirse, principalmente, al proyecto de reorganización del Plan especial de ahorro-pensión, que ya no se incluye en el sector público. Esta reforma sólo

Cuadro I I

Indicadores macroeconómicos de Dinamarca

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
PIB real	2,5	3,0	2,5	2,3	3,0	1,2	2,0	0,9	1,2	0,7
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	2,1	4,6	3,9	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,2	1,4
Demanda exterior neta	0,4	-1,7	-1,4	2,8	0,6	0,5	2,3	0,4	-0,0	-0,7
IAPC	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Remuneración por asalariado	3,3	3,5	3,7	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,3	4,4
Costes laborales unitarios, total de la economía	2,1	1,9	3,0	2,2	1,5	3,5	2,6	3,5	3,7	4,2
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	-0,1	2,2	-2,5	-0,3	9,8	2,8	6,9	5,8	1,4	-2,3
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,1
Empleo total	0,6	1,2	1,7	1,5	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,0
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	6,3	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2), 3)}	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	2,5	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	65,1	61,2	55,6	52,0	46,8	44,5	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	5,2	5,0	4,6	3,7
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁴⁾	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,0	5,3	5,2	4,8
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{4), 5)}	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,44	7,44

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

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

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

ha afectado ligeramente a la *ratio* bruta de deuda, que, según las proyecciones, se reducirá al 42,9% del PIB en el año 2002 y al 40,1% en el 2003.

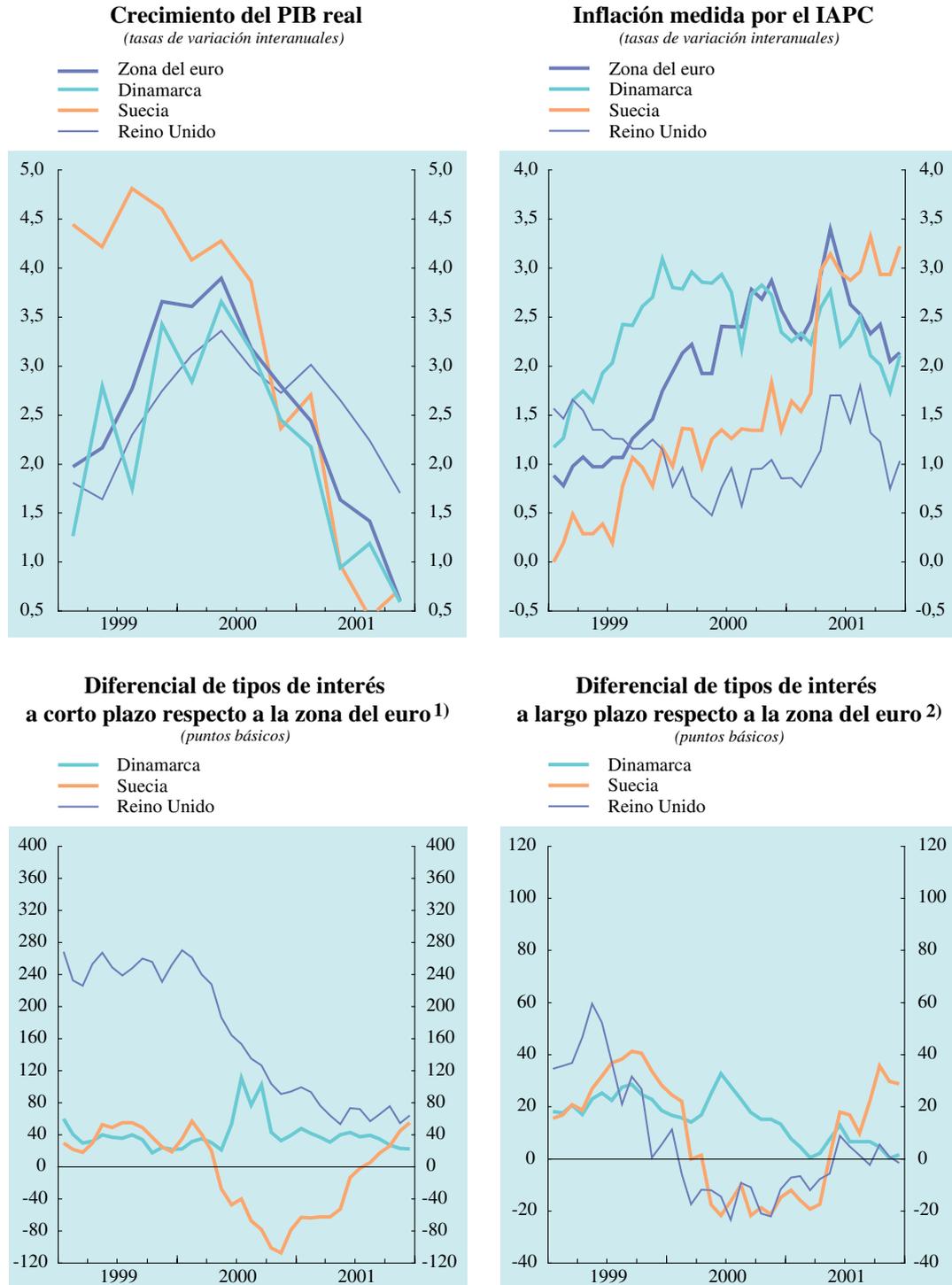
Tras el referéndum sobre la adopción del euro, celebrado el 28 de septiembre de 2000, Dinamarca siguió aplicando una política de tipo de cambio fijo frente al euro, manteniendo una banda estrecha de $\pm 2,25\%$ para la corona en torno a su paridad central en el MTC II frente al euro. Habida cuenta de esta política, la evolución de los tipos de interés oficiales y de los tipos de mercado a corto plazo debería considerarse básicamente en el contexto de las decisiones del BCE en materia de tipos de interés y de la evolución del tipo de cambio de la corona frente al euro. La corona se mantuvo bastante estable en el año 2001 (véase gráfico 28) en un nivel ligeramente más alto que el tipo central de

7,46038 coronas por euro durante la mayor parte del año. El Danmarks Nationalbank intervino en los mercados a finales de septiembre comprando divisas para moderar una apreciación de la corona, que se había fortalecido como resultado del reajuste de las carteras de algunos fondos de pensiones, que sustituyeron los títulos de renta variable extranjeros por bonos nacionales a fin de proteger sus reservas de una nueva caída de las cotizaciones bursátiles.

En el año 2001, una ronda de cinco rebajas del tipo de interés de los préstamos aplicado por el banco central danés entre julio y noviembre redujo su diferencial respecto al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del BCE a 35 puntos básicos (véase gráfico 27), cifra similar a la observada antes del referéndum de septiembre del 2000. Además de dos reducciones más

Gráfico 27

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



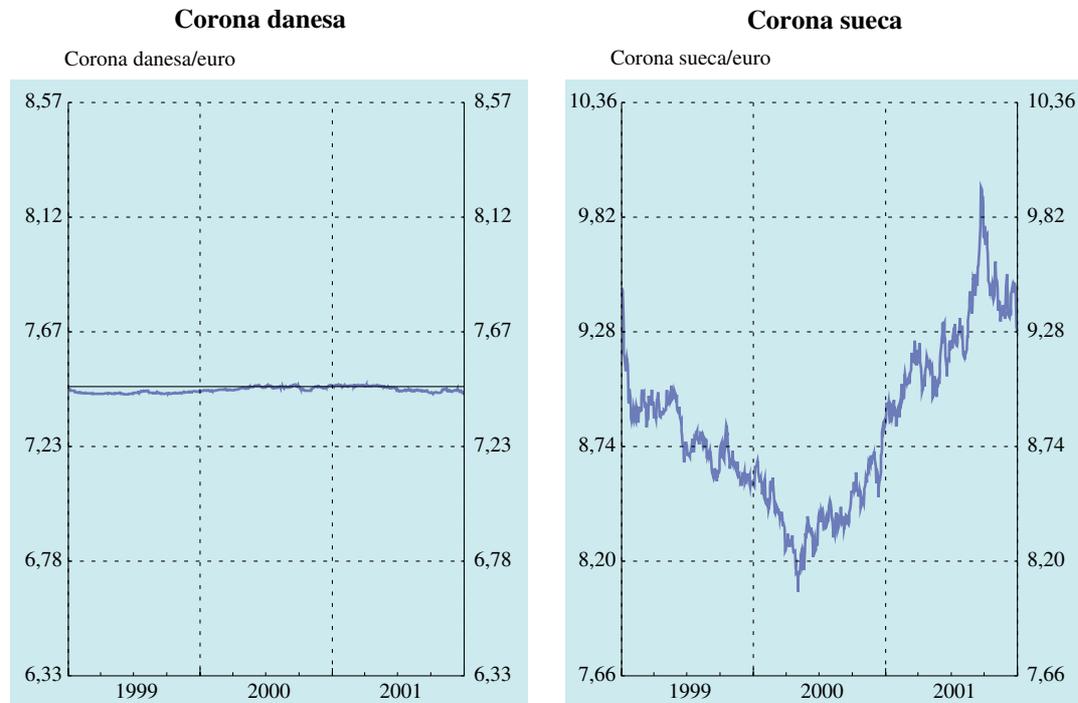
Fuentes: BCE y Eurostat

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

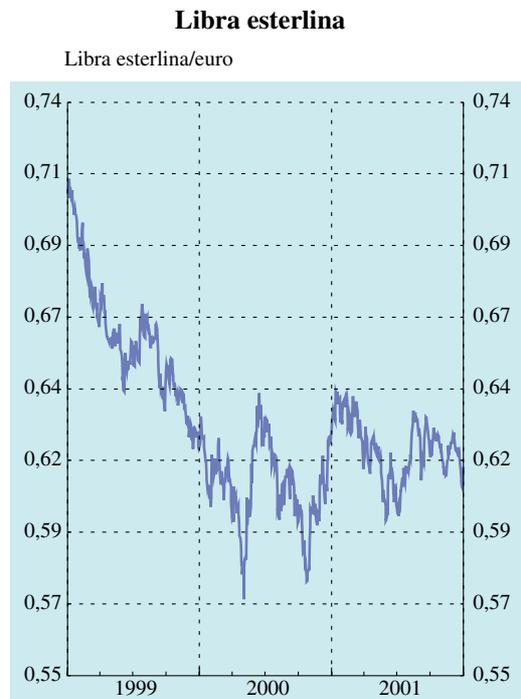
2) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo, bonos a diez años o con el vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 28

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



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



Fuente: Datos nacionales.

Nota: Los gráficos correspondientes a Dinamarca, Suecia y Reino Unido presentan un intervalo de fluctuación del 30%.

pequeñas, de 0,05 puntos porcentuales cada una, el Danmarks Nationalbank rebajó el tipo de interés de los préstamos en 0,3 puntos porcentuales el 30 de agosto y en 0,5 puntos porcentuales el 18 de septiembre, en sintonía con las decisiones del BCE de reducir los tipos de interés oficiales. El 8 de noviembre, el tipo de interés de los préstamos sufrió una nueva rebaja de 0,5 puntos porcentuales, en consonancia con la reducción del tipo de interés oficial del BCE de igual magnitud hasta un nivel del 3,6%. A primeros de febrero del 2002, el tipo de interés de los préstamos volvió a bajar hasta el 3,55%. La evolución de los tipos de interés a largo plazo en el año 2001 reflejó, en gran medida, la observada en la zona del euro. El diferencial entre el rendimiento de los bonos daneses a largo plazo y los de la zona del euro se redujo prácticamente a cero a comienzos del año 2000, manteniéndose después en niveles ligeramente positivos durante el resto del año.

Suecia

La economía sueca sufrió una considerable desaceleración en el año 2001 (véase gráfico 27). El PIB real creció un 1,2% en comparación con un 3,6% en el año 2000 (véase cuadro 12). La desaceleración de la economía internacional afectó significativamente al sector de exportaciones de Suecia, debido al grado relativamente alto de exposición de la economía sueca a la evolución en Estados Unidos y en el sector de telecomunicaciones. El crecimiento de las exportaciones se redujo del 10,3% en el 2000 al 1,4% en el 2001. La inversión registró también una acusada desaceleración del crecimiento, debido al descenso de la demanda y de la utilización de los recursos. Como consecuencia, en parte, de la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles, que se tradujo en una disminución de la riqueza de los hogares y en un deterioro de la confianza de los consumidores, el consumo privado también se vio afectado especialmente, creciendo sólo un 0,2% en comparación con el 4,6% registrado en el 2000. La renta real disponible siguió evolucionando favorablemente, debido en gran medida a los

recortes de impuestos, lo que sin embargo se tradujo, principalmente, en una mejora de la *ratio* de ahorro en vez de respaldar los gastos de consumo. Asimismo, se ralentizó el crecimiento de las importaciones y la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB aumentó hasta 1 punto porcentual. La contribución de la demanda interna fue de 0,7 puntos porcentuales. La rápida desaceleración de la actividad económica no ha tenido hasta ahora grandes repercusiones en el mercado de trabajo, y la tasa de desempleo se ha mantenido relativamente estable en torno al 5%, con un crecimiento sostenido del empleo en el sector privado.

Las tasas de inflación interanuales, medidas por el IAPC, el IPC y el UNDEX¹, aumentaron rápidamente en la primavera del 2001 hasta cerca del 3%, algo similar a lo ocurrido en la zona del euro (véase gráfico 27). Durante el resto del año, las tasas de inflación se mantuvieron en torno a ese nivel. La tasa media de inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 2,7%, frente al 1,3% observado en el 2000, mientras que la inflación medida por el IPC subió del 1,3% en el año 2000 al 2,6% en el 2001. La subida de la inflación tuvo su origen en el comportamiento de algunos componentes como la carne, las frutas y verduras del mercado interior y las tarifas eléctricas y telefónicas. Estos componentes se vieron afectados por varias perturbaciones temporales sobre la oferta, como los efectos de la epidemia de fiebre aftosa y de la encefalopatía esponjiforme bovina en el sector de la alimentación, así como las condiciones climáticas. En cuanto a los demás componentes de los precios nacionales, la subida fue más gradual y generalizada, y se debe, en gran medida, a los efectos indirectos de las anteriores alzas de los precios del petróleo, al rápido aumento de la utilización de los recursos en los últimos años, como se refleja en el incremento de los costes laborales unitarios

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

Cuadro 12

Indicadores macroeconómicos de Suecia

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
PIB real	1,1	2,1	3,6	4,5	3,6	1,2	2,7	1,0	0,4	0,7
<i>Contribución al crecimiento del PIB real: ¹⁾</i>										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	0,7	0,7	3,9	3,2	3,2	0,2	2,3	-0,2	2,0	0,7
Demanda exterior neta	0,4	1,4	-0,3	1,3	0,4	1,0	0,4	1,2	2,4	0,1
IAPC	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	1,6	3,0	3,1	3,0
Remuneración por asalariado	6,8	3,8	3,3	1,3	7,3	3,8	1,8	3,7	3,3	4,2
Costes laborales unitarios, total de la economía	5,1	0,7	0,9	-0,9	5,7	4,5	2,4	4,4	4,9	4,5
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	-4,2	0,7	-0,5	1,0	4,6	4,3	4,4	6,5	4,8	1,5
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	.	.	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,8	0,5
Empleo total	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	3,2	2,0	2,1	0,7
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	5,1	5,3	5,0	4,9	5,1
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2), 3)}	-3,4	-1,5	1,9	1,8	3,7	4,7	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,0	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	3,9
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁴⁾	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	4,8	5,2	5,3	5,1
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ^{4), 5)}	8,51	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,00	9,12	9,41	9,48

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

y, en los mercados con escasa competencia, al aumento de los beneficios. Los costes laborales unitarios se incrementaron un 4,5% en comparación con un 5,7% en el año 2000, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración cíclica de la productividad del trabajo, lo que implica un riesgo para las perspectivas de empleo e inflación. Sin embargo, las estadísticas mensuales de salarios muestran menores tasas de crecimiento, incluso para los costes laborales unitarios. La inflación importada se moderó en el 2001, a pesar del debilitamiento de la corona, como resultado de la bajada de los precios del petróleo.

El superávit presupuestario de las Administraciones Públicas suecas aumento del 3,7% del PIB en el 2000 al 4,7% del PIB en el año 2001. Un recorte fiscal de, aproximadamente, un 1% del PIB se compensó en parte con unos ingresos extraordinarios. Pese al recorte imposi-

tivo, los tipos impositivos siguen siendo elevados en comparación con los observados en otros países industrializados. La *ratio* de deuda con respecto al PIB aumentó ligeramente del 55,3% en el año 2000 al 56% en el 2001. El Programa de Convergencia actualizado de Suecia marca como objetivo la consecución de superávit equivalentes al 2,1% y al 2,2% del PIB para los años 2002 y 2003, respectivamente. Esta reducción del superávit presupuestario tiene su origen, en gran medida, en la progresiva introducción de la reforma del impuesto sobre la renta iniciada en el año 2000. Se prevé que la *ratio* de deuda con respecto al PIB descienda al 49,7% en el año 2002 y al 47,3% en el 2003.

Desde 1993, el Sveriges Riksbank ha venido aplicando un régimen cambiario flexible, en el que el objetivo de la política monetaria se expresa en forma de objetivo explícito de

inflación. Desde 1995, este objetivo se ha cuantificado como un incremento del IPC del 2%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. En junio del 2001, el banco central intervino en el mercado de divisas en un contexto de acusada depreciación de la corona. Sumando los efectos de una utilización de los recursos relativamente intensa y unas subidas de precios imprevisiblemente fuertes, que podían haber afectado a las expectativas de inflación, el Sveriges Riksbank consideró que cabía el riesgo de que se sobrepasara el objetivo de inflación. Por consiguiente, el 5 de julio elevó el tipo de interés de las operaciones dobles en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,25%. Tras los atentados terroristas en Estados Unidos y la intensificación de la desaceleración de la economía internacional a principios del otoño, el banco central rebajó dicho tipo en 0,5 puntos porcentuales el 17 de septiembre, al aumentar el riesgo de que la inflación prevista se situase por debajo del objetivo.

Como consecuencia de todas estas variaciones del tipo de interés oficial, los tipos de interés de mercado a corto plazo en Suecia siguieron una evolución comparable a la observada en la zona del euro a mediados del año 2001, situándose el diferencial en torno a 50 puntos básicos al final del año (véase gráfico 27). Los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria paralela a la de los mercados internacionales de capitales sin una dirección clara durante la mayor parte del año. A finales del 2001, el diferencial con respecto a la zona del euro había pasado de alrededor de -10 a unos 40 puntos básicos. Este aumento quizá guarde relación con un incremento de la prima de riesgo cambiario tras la depreciación de la corona y con la mayor incertidumbre imperante a escala internacional. La corona se depreció casi un 11% frente al euro hasta septiembre, recuperándose hacia final de año y principios del 2002 (véase gráfico 28).

Reino Unido

La tasa media de crecimiento del PIB real en el Reino Unido se redujo al 2,4% en comparación con el 3% observado en el año 2000, ya que la fortaleza de la demanda interna sólo compensó en parte la fragilidad del sector exterior (véase cuadro 13). Esta gradual desaceleración tuvo su origen, principalmente, en una contracción de los sectores de alta tecnología, sobre todo en los de óptica y equipo electrónico, y en la debilidad de la demanda exterior, así como en la persistente fortaleza de la libra esterlina. Ello se reflejó en una mayor divergencia entre los distintos sectores de la economía, un déficit por cuenta corriente más abultado y una *ratio* de ahorro más baja. Concretamente, la producción del sector manufacturero registró un descenso de un 2,3% tras el aumento del 1,9% observado en el año 2000, mientras que el crecimiento del valor añadido en el sector servicios siguió siendo alto: un 4% en comparación con un 3,8% en el 2000.

El consumo real de las familias creció un 4,2% en el año 2001, cifra ligeramente superior al 4,1% registrado el año anterior. El aumento de los salarios reales y de la riqueza de los hogares, así como la vigorosa expansión del crédito fueron los principales factores determinantes. La fortaleza del mercado de la vivienda guarda relación con los bajos tipos de interés reales y con un aumento de la competencia en el mercado hipotecario tras la anterior desregulación financiera. El crecimiento del producto también se vio respaldado por una aceleración del consumo público, que pasó del 1,9% en el año 2000 al 2,4% en el 2001, como consecuencia de los avances hacia la consecución de los objetivos de gasto fijados por el gobierno. La formación bruta de capital fijo creció un 1,1%, frente al 4,9% registrado en el 2000. El deterioro de la situación financiera del sector empresas y el aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas de la demanda influyeron negativamente en la inversión privada. Este aumento de la incertidumbre también indujo a las empresas a agotar sus niveles de existencias, lo que redujo el crecimiento del PIB real

Cuadro 13

Indicadores macroeconómicos del Reino Unido

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
PIB real	2,6	3,4	3,0	2,1	3,0	2,4	3,0	2,7	2,2	1,7
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> ¹⁾										
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	3,1	4,0	5,2	3,5	3,8	3,3	4,3	3,4	2,7	2,5
Demanda exterior neta	-0,4	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,5	-0,7
IAPC	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	0,9	1,5	1,5	1,0
Remuneración por asalariado	3,3	4,3	5,1	4,7	4,1	.	5,7	5,1	5,2	.
Costes laborales unitarios, total de la economía	1,8	2,8	3,2	3,8	2,1	.	3,6	3,3	3,5	.
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	0,2	-7,1	-6,2	-2,5	0,5	-0,1	0,5	2,1	-0,2	-2,8
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	-2,4	-0,3	-1,6	-6,9	-6,2	.	-3,9	-4,1	-4,3	.
Empleo total	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	0,6	0,7
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	.	5,0	4,9	5,0	.
Saldo presupuestario (en % del PIB) ^{2), 3)}	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,8	0,9	.	.	.	.
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) ²⁾	52,3	50,8	47,6	45,2	42,4	39,0	.	.	.	.
Tipo de interés a tres meses (en %) ⁴⁾	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	5,6	5,2	4,9	4,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en %) ⁵⁾	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,2	5,1	4,8
Tipo de cambio frente al ECU o al euro ⁶⁾	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,62	0,62

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

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

1) Puntos porcentuales.

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

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

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

5) Medias de los períodos. Fuente: BPL.

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

en 0,1 puntos porcentuales. La atonía de la inversión privada se compensó en parte con una aceleración de la inversión pública, atribuible a los planes encaminados a incrementar el volumen de capital del sector público. La contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB real fue de 3,3 puntos porcentuales, algo menor que en el año 2000. La contribución del comercio exterior fue negativa por sexto año consecutivo, reduciéndose el crecimiento de las exportaciones del 10,3% en el 2000 al 0,8% en el 2001. También se redujo el crecimiento de las importaciones, aunque de forma menos acusada que el de las exportaciones, debido al vigor que siguió registrando la demanda interna y a la relativa fortaleza de la libra esterlina frente al euro. El empleo total creció a una tasa interanual del 0,8%, algo inferior a la observada en

el año 2000, con lo que la tasa de paro bajó del 5,4% en el 2000 al 5,5% en el 2001. No obstante, en el segundo semestre del año, el mercado de trabajo mostró algunos signos de debilidad, ya que el desempleo aumentó ligeramente y, según informaciones, se moderó en cierta medida la escasez de trabajadores cualificados. En general, sin embargo, el desempleo se mantuvo estable y en niveles más bajos de lo previsto.

La inflación medida por el RPIX se mantuvo por debajo del objetivo del 2,5% fijado por el gobierno durante la mayor parte del año²⁾. La inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 1,2% en el año 2001, desde el 0,8%

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

observado en el 2000. Los precios de las importaciones sufrieron un ligero retroceso en comparación con el año anterior. En el primer semestre del 2001, las malas condiciones climatológicas y la epidemia de fiebre aftosa tuvieron un efecto alcista de carácter transitorio sobre la inflación. Ésta se vio atemperada por la moderada evolución de los precios de las materias primas y los precios industriales. El crecimiento interanual de los salarios en el total de la economía aumentó ligeramente en comparación con el año 2000 ocultando el sólido crecimiento de las retribuciones ordinarias, que se compensó con un descenso de las primas salariales. El crecimiento anual de los costes laborales unitarios en el total de la economía también se incrementó en comparación con el año anterior. En conjunto, las presiones de costes parecen haber sido moderadas y el rebrote de la inflación podría haber sido indicio de una recuperación de los márgenes de los minoristas, posiblemente como consecuencia de la fortaleza sostenida del consumo privado.

Tras la notable mejora del presupuesto de las Administraciones Públicas en los años anteriores, hasta la obtención de un superávit del 1,8% (excluidas las licencias UMTS) en el año 2000, el superávit se redujo al 0,9% del PIB en el 2001. Esta reducción fue el resultado de un significativo incremento del gasto público, que dio lugar a una orientación expansiva de la política fiscal. La *ratio* de deuda en relación con el PIB bajó del 42,4% en el 2000 al 39% en el 2001. El Programa de Convergencia actualizado prevé una nueva expansión fiscal

que daría lugar a sendos déficit del 0,2% y del 1,1% del PIB en los ejercicios 2001-2002 y 2002-2003, respectivamente. Se prevé que dicha *ratio* se reduzca ligeramente al 38,1% y al 37,2% durante esos años.

El Banco de Inglaterra ejecuta la política monetaria en el marco de un régimen cambiario flexible, con un objetivo de inflación explícito y asimétrico, fijado por el Gobierno en un incremento interanual del RPIX del 2,5%. En el año 2001, el tipo repo oficial se redujo siete veces, por un total de 2 puntos porcentuales, hasta el 4%. Estas reducciones se produjeron en un contexto de deterioro del entorno internacional, una desaceleración de la actividad en el sector manufacturero y unas perspectivas favorables respecto a la inflación. Como resultado de los recortes de los tipos de interés, el diferencial de tipos de interés a corto plazo frente a la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento que en el año 2000. Los tipos de interés a largo plazo subieron en el primer semestre del 2001 y, después, volvieron a bajar hacia finales de año, situándose por debajo de los niveles registrados al comienzo del 2001. Durante la mayor parte del año se mantuvieron por debajo de los tipos vigentes en la zona del euro (véase gráfico 27). El tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro fluctuó en torno a una media de 0,62 libras. Su apreciación durante el primer semestre del año hasta un nivel de 0,59 libras por euro quedó contrarrestada, en gran medida, por una depreciación en julio y agosto.

Italia: **Empaquetado de monedas en euros en la Fábrica de Moneda de Italia.**



Capítulo V

Asuntos europeos, internacionales y bilaterales

I. Asuntos europeos

En el año 2001, el BCE siguió manteniendo y desarrollando sus relaciones habituales con las instituciones y los órganos relevantes de la Comunidad Europea¹. De conformidad con el artículo 113 del Tratado, los representantes del BCE asistieron a varias reuniones del Consejo ECOFIN, cuando se deliberó sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC. En el año 2001, se trataron en este contexto aspectos relativos a los mercados financieros y a la preparación de las Orientaciones generales de política económica en particular. Al mismo tiempo, el presidente del Consejo ECOFIN hizo uso de la posibilidad de participar en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE en varias ocasiones. Al respecto, cabe señalar que, durante el primer semestre del 2001, por corresponder la presidencia del Consejo de la UE a un Estado miembro acogido a excepción, Suecia, el presidente del Eurogrupo fue quien asistió a las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, en nombre del presidente del Consejo ECOFIN. Un miembro de la Comisión Europea participó también en las reuniones del Consejo de Gobierno.

Aparte de estos contactos, a tenor del artículo 113 del Tratado, el presidente del BCE y los gobernadores de los bancos centrales nacionales fueron invitados a las tres reuniones informales del Consejo ECOFIN, que tuvieron lugar en Malmö (Suecia) en abril y en Lieja y Laeken (Bélgica) en septiembre y diciembre del 2001, respectivamente. La reunión de Malmö también brindó a los ministros del ECOFIN, a los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros y al presidente del BCE, la oportunidad de mantener un intercambio de opiniones con sus homólogos de los trece países candidatos a la adhesión. La reunión de Lieja permitió realizar un primer debate en profundidad y una evaluación de las consecuencias económicas de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos. Además, se invitó al presidente del BCE a un intercambio de opiniones con los jefes de Estado o de gobierno de la UE en la reunión

informal que celebró el Consejo Europeo en Gante en octubre. En esta ocasión, el debate se centró en la situación económica general y en la marcha de los preparativos para la introducción de los billetes y monedas en euros.

En consonancia con las prácticas seguidas hasta el presente, el BCE siguió asistiendo con regularidad a las reuniones del Eurogrupo. La participación en estas reuniones le brinda al BCE la oportunidad de mantener un diálogo franco e informal sobre cuestiones de política económica con los ministros de Hacienda de los Estados miembros de la zona del euro y con el comisario que asiste a las mismas. Las deliberaciones en el seno del Eurogrupo continuaron centrándose en las perspectivas económicas generales de la zona del euro, la evolución presupuestaria en cada uno de los Estados miembros y, cada vez en mayor medida, en los avances de la reforma estructural necesaria. Un tema de especial interés para el Eurogrupo durante el año 2001 fue el seguimiento de los preparativos para el canje de efectivo al euro.

Además de las relaciones de nivel político antes descritas, el BCE participó en los trabajos del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE). Mediante su participación en ambos comités, que realizan análisis y prestan asesoramiento al Consejo ECOFIN y al Eurogrupo, el BCE contribuyó con sus conocimientos técnicos a los diversos procedimientos de política económica y trabajos de supervisión multilateral. En este sentido, el BCE intervino, entre otros, en la preparación de las Orientaciones generales de política económica y en la evaluación de los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros. Además, el BCE contribuyó a una amplia gama de actividades realizadas por ambos comités, incluido el perfeccionamiento de los instrumentos y los métodos analíticos, así como los trabajos integrales de revisión de la situación en cada

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

país, realizados por el CPE. Como este ejercicio centra principalmente la atención en la reforma estructural y culmina con la preparación del informe anual sobre este tema, la contribución del BCE a esta labor no sólo le permite hacerse una idea muy útil del proceso, sino que, además, le brinda la oportunidad de compartir sus opiniones con los Estados miembros.

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

Finalmente, el BCE mantuvo, como en años anteriores, estrechas relaciones de trabajo con la Comisión Europea. Aparte de los contactos periódicos para tratar una amplia gama de materias, se llevaron a cabo diversas visitas bilaterales del presidente de la Comisión Europea, el comisario para Asuntos Económicos y Monetarios y los miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

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

1.1 Evolución del marco de política económica

Tres años después de iniciarse la tercera fase de la UEM, se ha seguido desarrollando y perfeccionando el marco de política económica, con su asignación específica de responsabili-

dades, procedimientos multilaterales e instrumentos de política común². Se prestó especial atención a la mejora de las Orientaciones generales de política económica como instrumento para guiar las decisiones en este ámbito en los Estados miembros, y al perfeccionamiento metodológico y de los procedimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, se amplió la utilización del “método abierto de coordinación” establecido por el Consejo Europeo de Lisboa, y en particular, se hizo mayor uso de indicadores y de calendarios precisos para la consecución y la evaluación de los avances en un número creciente de áreas de la política económica.

Las Orientaciones generales de política económica para el 2001

En la adopción de las Orientaciones generales de política económica, la Comunidad aplicó por primera vez el procedimiento puesto en marcha por el Consejo Europeo de Lisboa. De acuerdo con él, se contó, en esta ocasión, con la participación de un grupo más amplio de formaciones del Consejo, incluidos, además del Consejo ECOFIN, el Consejo de Empleo y Política Social y el Consejo del Mercado Interior. Además, a tenor del acuerdo de que el Consejo Europeo debe desempeñar una función preeminente de orientación y coordinación con respecto a la coherencia de las Orientaciones generales y al seguimiento eficaz de los avances en su aplicación, el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo facilitó unas indicaciones sobre las cuestiones básicas que habrían de abordarse en las Orientaciones del año 2001.

La Comisión Europea presentó un informe completo sobre la aplicación de las Orientaciones generales del año anterior. Este tipo de informes, que se redactan de conformidad con el apartado 3 del artículo 99 del Tratado, sirve para proporcionar una imagen exacta y detallada de dicha aplicación. De este modo,

² El artículo titulado “El marco de política económica de la UEM” apareció publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2001.

se pueden resaltar tanto los logros como los fracasos y la falta de progreso con respecto a la aplicación real de las Orientaciones, sirviendo como base para la formulación de nuevas orientaciones para el año siguiente. El seguimiento atento de la observancia de las recomendaciones recogidas en las Orientaciones es esencial en el sentido de que, conforme al apartado 4 del artículo 99 del Tratado, el Consejo ECOFIN puede, si así lo decide, formular una recomendación concreta para un Estado miembro en caso de que se incumplan las Orientaciones o de que la política que aplica un Estado miembro pueda poner en peligro el funcionamiento apropiado de la Unión Económica y Monetaria. En el año 2001, el Consejo ECOFIN adoptó la primera recomendación a tenor de esta disposición específica, que tiene por objeto garantizar la observancia de las Orientaciones generales de política económica.

Mejoras en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

En la UEM los Estados miembros se comprometen, de conformidad con el artículo 104 del Tratado, a evitar déficit excesivos. Además, sus políticas presupuestarias se enmarcan en las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De acuerdo con éste, los Estados miembros de la zona del euro presentan cada año al Consejo de la UE y a la Comisión Europea programas de estabilidad que incluyen la información necesaria para la supervisión multilateral de sus políticas presupuestarias. Cada Estado miembro deberá presentar en su programa de estabilidad el objetivo a medio plazo de su política presupuestaria, con un presupuesto que deberá acercarse al equilibrio o a un superávit, así como el plan de ajuste pertinente para alcanzar este objetivo. Además, se deben describir las medidas de política económica que estén adoptándose – o vayan a adoptarse – a tal efecto y los principales supuestos respecto a la evolución económica prevista, así como la forma en que la modificación de dichos supuestos afectaría a los resultados presupuestarios. Por su parte, los Estados que no son miembros de la

zona del euro presentan programas de convergencia, que ofrecen información comparable a la de los programas de estabilidad junto con información sobre los objetivos de política monetaria a medio plazo. El Consejo de la UE examina los programas de estabilidad y de convergencia y evalúa la idoneidad de los objetivos, los supuestos y las medidas que contienen, desde la perspectiva de evitar déficit excesivos. Asimismo, el Consejo de la UE determina si son compatibles con las Orientaciones generales de política económica.

Dado el papel crucial que desempeñan los programas de estabilidad y convergencia en el proceso de supervisión multilateral, es importante que su contenido sea apropiado y que permitan realizar comparaciones entre los distintos Estados miembros. Consciente de ello, el Comité Monetario (antecesor del Comité Económico y Financiero) adoptó una Opinión y un Código de Conducta – que el Consejo ECOFIN aprobó el 12 de octubre de 1998 – sobre el contenido y el formato de los programas de estabilidad y convergencia. El Código de Conducta, que sirve a los Estados miembros como instrumento de control al preparar sus programas, ofrece orientaciones precisas en cuanto a la información que debe presentarse en términos de objetivos presupuestarios, supuestos de base, medidas de política y análisis de sensibilidad, entre otros elementos.

En el año 2001, el Comité Económico y Financiero consideró la experiencia acumulada en la evaluación de los programas de estabilidad y de convergencia desde la adopción del Código de Conducta. Estimó que, en conjunto, el Código había contribuido al buen funcionamiento de los procedimientos pero que, no obstante, se podían mejorar algunos aspectos. A tal efecto, adoptó una nueva Opinión y revisó el Código de 1998. El nuevo Código fue aprobado por el Consejo ECOFIN en su reunión de 10 de julio de 2001. La Opinión y el Código de Conducta nuevos actualizan y corrigen los anteriores en los siguientes aspectos:

- En primer lugar, ofrecen una mayor claridad con respecto al papel de las Orientaciones generales de política económica en relación con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Concretamente, se hace hincapié en que los programas de estabilidad y de convergencia han de ser compatibles con dichas Orientaciones, que son el instrumento más completo para coordinar las políticas económicas.
- En segundo lugar, la Opinión y el Código de Conducta revisados sientan las bases para una mayor igualdad de trato entre los Estados miembros. A partir de ahora, el contenido y el formato de los programas de estabilidad y de convergencia habrán de ser más uniformes. Los Estados miembros tienen que cumplir un mínimo de requisitos en materia de información, acordados por el Comité Económico y Financiero e incluidos como anexo en el Código de Conducta. En la medida de lo posible, todos los Estados miembros deberán utilizar los mismos supuestos sobre el entorno económico externo. Por último, los programas de estabilidad y de convergencia deberán enviarse antes y dentro de un plazo más corto de lo que venía haciéndose hasta ahora. Ello debería permitir al Consejo ECOFIN examinar todos esos programas en dos sesiones consecutivas como máximo.
- En tercer lugar, en la Opinión y el Código de Conducta revisados se tienen en cuenta las conclusiones de los Consejos Europeos de Lisboa y Estocolmo con respecto a la calidad de las finanzas públicas y a las repercusiones presupuestarias del envejecimiento de la población. Así pues, en el futuro, los programas de estabilidad y de convergencia habrán de incluir las medidas dirigidas a mejorar la calidad de las finanzas públicas, así como una descripción de las consecuencias a largo plazo del envejecimiento de la población sobre el presupuesto y de la estrategia diseñada para hacer frente a este problema.

1.2 Reforma de los mercados financieros

Desde la introducción del euro, se ha venido prestando cada vez más atención a la eliminación de los obstáculos que aún impiden la aparición de un mercado auténticamente único de servicios financieros que permita cosechar plenamente los frutos de la moneda única. En Lisboa, en marzo del 2000, los jefes de Estado o de gobierno establecieron el ambicioso objetivo de convertir la UE en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo. Para alcanzar ese objetivo se instó a acelerar la conclusión del mercado interno de servicios financieros. En el año 2001, se adoptaron nuevas e importantes medidas en este sentido. Concretamente, el Consejo Europeo de Estocolmo solicitó que se aplicara más rápidamente el Plan de acción sobre servicios financieros y aprobó el "Informe Lamfalussy" de medidas encaminadas a acelerar la aplicación de la normativa necesaria para la creación de un mercado de valores europeo eficiente.

El Plan de acción sobre servicios financieros

El Consejo Europeo de Estocolmo instó a poner en práctica totalmente el Plan de acción sobre servicios financieros en el año 2005, a más tardar, a fin de superar las imperfecciones que aún subsisten en el mercado europeo de servicios financieros. Así pues, se dio un mayor peso político a este proyecto crucial iniciado en 1999.

El Plan de acción sobre servicios financieros proporciona orientaciones acerca de las medidas que es necesario tomar en el ámbito de los mercados financieros, en el sentido de que identifica aspectos en los que es menester avanzar y propone referencias para su aplicación. La Comisión Europea, con la asistencia del Grupo de política de servicios financieros, en el que también está representado el BCE, examina periódicamente los resultados obtenidos. En su quinto informe sobre los avances logrados en la aplicación de

dicho plan, que se publicó en diciembre del 2001, la Comisión consideró que se había progresado significativamente. De las 42 medidas identificadas en el plan, 25 habían sido adoptadas desde 1999 o estaban a punto de adoptarse. En el año 2001, el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo adoptaron instrumentos jurídicos relativos al estatuto de las empresas europeas, el blanqueo de dinero y las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). De las 17 medidas restantes del plan, sólo faltaban seis propuestas legislativas que la Comisión había de formular. Entre ellas estaba la revisión del marco de la adecuación del capital para las entidades de crédito y las sociedades de inversión y la Directiva sobre servicios de inversión. Así pues, la responsabilidad de una aplicación rápida del plan se ha trasladado ahora principalmente al Consejo de la UE y al Parlamento Europeo, que han de aprobar la legislación necesaria a partir de las propuestas de la Comisión Europea. En este contexto, en diciembre del 2001, se llegó a un acuerdo en el Consejo de la UE sobre cuatro propuestas relativas a la comercialización a distancia de los servicios financieros, las garantías financieras, las prácticas abusivas en los mercados y las normas internacionales de contabilidad. No obstante, la Comisión también subraya en su quinto informe el hecho de que sigue habiendo motivos importantes de preocupación, que se refieren, en particular, a la falta de avances tangibles en la Directiva sobre fondos de pensiones y la directiva propuesta sobre ofertas públicas de adquisición que, tras doce años de negociación, fue rechazada por el Parlamento Europeo. Por lo tanto, pese a los progresos logrados hasta la fecha, es necesario actuar con más determinación para poder presentar el Plan de acción dentro del calendario acordado. A tal efecto, la Comisión inició un examen a mitad de período, en febrero del 2002.

El Informe Lamfalussy

Con la aprobación de las medidas propuestas en el Informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores euro-

peos, el Consejo Europeo de Estocolmo señaló también la importancia que asigna a la rápida creación de un mercado de valores auténticamente integrado (objetivo que debería haberse alcanzado en el año 2003). El Comité de Sabios, presidido por el Sr. Lamfalussy, se creó en julio del 2000 para analizar la forma de encontrar un enfoque más eficaz que permitiera aplicar las normas necesarias para la creación de un mercado de valores eficiente en la UE. El Informe Lamfalussy, que se publicó en febrero del 2001, tras una consulta de amplio alcance a la que también contribuyó el BCE, proponía un enfoque de cuatro niveles para la adopción de normativa relativa al mercado de valores y el seguimiento de su adecuada aplicación. Además, se sugería la creación de dos nuevos comités, a saber, el Comité Europeo de Valores (CEV) con funciones reguladoras y de asesoría, y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV), de carácter asesor. Sobre esta base, el enfoque de cuatro niveles se enmarca en el siguiente diseño. En el primer nivel, se han de establecer los principios básicos de la respectiva legislación por medio de directivas y reglamentos marco; a este nivel, el CEV debe prestar su apoyo a la Comisión en la redacción de sus propuestas. En el segundo nivel, la Comisión aprobará la adopción de la legislación con la asistencia del CEV en virtud de un procedimiento concreto de comitología. En este contexto, el CREV brindará a la Comisión asesoramiento técnico para la preparación de sus propuestas. La función del tercer nivel es velar por la interpretación eficiente y coherente del derecho comunitario, tarea que deberá desempeñar el CREV. Finalmente, en el cuarto nivel, la Comisión verificará que los Estados miembros cumplan lo establecido en el derecho comunitario.

Desde la fecha mencionada en la que el Consejo Europeo de Estocolmo aprobó el Informe Lamfalussy, se han creado ya los dos comités. El CEV está integrado por representantes de los ministerios de Economía y Hacienda de los Estados miembros y presidido por la Comisión Europea. El CREV, que opera como órgano independiente de la Comisión, reúne a las autoridades públicas

nacionales competentes en el ámbito de la regulación y la supervisión. En septiembre del 2001, este Comité asumió las actividades y la secretaría del Forum Europeo de Comisiones de Valores, de carácter informal. El BCE participa como observador en las reuniones del CEV y podrá ser invitado por el CREV a sus reuniones “cuando sea relevante”, como se contempla en los estatutos de este Comité.

La Comisión ya ha formulado propuestas sobre dos nuevas directivas relativas a folletos informativos y prácticas abusivas en los mercados³, que deberían aprobarse y aplicarse de conformidad con las nuevas reglas. A tenor de lo establecido en el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE presentó sus dictámenes sobre las dos propuestas los días 18 y 22 de noviembre, respectivamente. En el dictamen relativo a la directiva propuesta sobre los folletos, el BCE acogió con beneplácito la propuesta calificándola como un medio eficaz para progresar en la integración de los mercados financieros europeos. La directiva propuesta mejorará el acceso a los mercados para obtener recursos en la UE y eliminará los impedimentos que obstaculizan las ofertas transfronterizas de valores. No obstante, el BCE observó que hay que buscar un equilibrio entre un alto grado de transparencia en la información y la necesidad de eficiencia

en el proceso de emisión, tratando de que los costes sean proporcionales al tamaño de la sociedad emisora y al tipo de valores emitidos. En el dictamen relativo a la directiva propuesta respecto al abuso en los mercados, el BCE manifestó su satisfacción por la propuesta, que representa, a su juicio, una contribución a la fijación de normas sólidas y coherentes, que deberían impulsar la integridad de los mercados financieros europeos, estimular la confianza de los inversores y garantizar el funcionamiento fluido de los mercados.

El 5 de febrero de 2002, la Comisión y el Parlamento Europeo alcanzaron un acuerdo que resolvía algunas de las cuestiones institucionales pendientes en relación al procedimiento Lamfalussy, y en concreto, respecto al papel del Parlamento Europeo en la adopción de la legislación para aplicarlo. Este acuerdo eliminó el último obstáculo para la puesta en práctica del procedimiento Lamfalussy en lo que se refiere a la legislación futura de los mercados financieros, comenzando con las ya mencionadas directivas sobre los folletos informativos y las prácticas abusivas en los mercados.

³ *Propuestas de la Comisión sobre directivas del Parlamento Europeo y del Consejo i) en relación con los folletos informativos que han de publicarse cuando los valores sean ofrecidos al público o admitidos a cotización y ii) en relación con operaciones realizadas utilizando información privilegiada y con manipulación de los mercados (abuso en los mercados).*

2 Cuestiones multilaterales

En el año 2001, el Eurosistema siguió participando en las actividades de los organismos y foros internacionales relacionadas con las cuestiones monetarias, financieras y económicas. Los mecanismos adoptados en materia de cooperación y representación internacional del BCE, tal y como se describen en el Informe Anual del BCE de 1999, se han mantenido prácticamente sin cambios. Al mismo tiempo, se han intensificado las relaciones de trabajo con varios organismos y foros internacionales. En particular, el FMI concluyó un informe sobre la observancia de los códigos y normas para la zona del euro y la OCDE preparó su primer informe económico de la zona del euro (véase sección 2.2). Las relaciones financieras con el FMI se reforzaron con la

firma, el 18 de abril de 2001, de un acuerdo de compraventa de derechos especiales de giro (DEG) entre el FMI y el BCE como tenedor autorizado. Dicho acuerdo permite al FMI realizar operaciones en DEG entre el BCE y otros tenedores de DEG, contribuyendo así a una gestión más fluida del departamento de DEG del FMI.

2.1 Supervisión multilateral y bilateral de las políticas macroeconómicas

El Eurosistema participa en los procedimientos ordinarios de supervisión multilateral y en las consultas con organismos internacionales (supervisión bilateral) para el segui-

miento de la evolución económica, monetaria y financiera y de las políticas correspondientes, ya que con ello refuerza su propia capacidad para analizar el impacto del entorno externo en las variables de la zona del euro. Estos procedimientos no presuponen una coordinación internacional ex ante de la política monetaria única con las políticas aplicadas por los países no pertenecientes a la zona del euro. Una coordinación de esta naturaleza, que traspasara los límites de los intercambios periódicos de información y opiniones entre los principales responsables de dichas políticas, sería incompatible con el mandato del Eurosistema – que es el de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro – así como con su independencia.

Supervisión multilateral

El BCE participó en el intercambio de información y de puntos de vista con otras autoridades en organismos y foros multilaterales. Reuniones regulares sobre la evolución y las políticas económicas, monetarias y financieras de las principales áreas contribuyeron, entre otras cosas, a aclarar opiniones sobre las medidas de política que se están aplicando en la zona del euro y el impacto del entorno externo en la economía de la zona. Algunas de estas reuniones fueron organizadas en el ámbito de la UE, entre otros, por el CEF.

En el año 2001, la celebración de varias reuniones internacionales brindó la oportunidad de realizar intercambios multilaterales. El presidente del BCE, junto con el presidente del Eurogrupo, representó a la zona del euro en las reuniones de ministros de Economía y Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G7 dedicadas a cuestiones relacionadas con la supervisión y los tipos de cambio. El presidente del BCE participó también en las deliberaciones sobre la situación de la economía mundial en otros foros informales, como las reuniones de ministros y gobernadores del G10 y del G20.

El representante del BCE participó en calidad de observador en las deliberaciones ordina-

rias del Directorio del FMI sobre la evolución de la economía y los mercados mundiales, así como en las sesiones dedicadas al informe “Perspectivas de la Economía Mundial” (mayo, octubre y diciembre del 2001).

El BCE participó asimismo en el Comité de Política Económica de la OCDE, que examinó las perspectivas de la economía mundial y los requisitos en materia de política económica a corto plazo, contribuyendo así a la preparación del informe de las perspectivas económicas de la OCDE (junio y noviembre del 2001). Además, el Comité analizó las políticas encaminadas a fomentar el crecimiento y discutió las repercusiones de las tendencias del ahorro y la inversión sobre las políticas económicas. El BCE también asistió a las reuniones de los subcomités y los grupos de trabajo de este comité.

Supervisión bilateral

El BCE contribuyó a los exámenes bilaterales de las políticas monetarias, financieras y económicas con el FMI y la OCDE. En el año 2001, los funcionarios del FMI prepararon dos informes, en el marco de las consultas del Artículo IV, sobre las políticas monetarias y cambiarias de la zona del euro, que complementaron las consultas nacionales sobre otras políticas y, en particular, las fiscales y estructurales. El primer informe se distribuyó con fines de información al Directorio Ejecutivo del FMI y se publicó en abril del 2001. El segundo informe se presentó a las deliberaciones del Directorio y se publicó en noviembre del 2001, junto con una nota de información al público en la que se resumía la evaluación del Directorio⁴. Los directores ejecutivos del FMI observaron que, en vista de la desaceleración sincronizada de la economía mundial, la actividad económica de la zona del euro se resintió más de lo previsto, si bien los fundamentos macroeconómicos continuaron siendo sólidos y no se observaron desequilibrios importantes. Por lo que

⁴ Véase la dirección del FMI en Internet, <http://www.imf.org>.

respecta a la política monetaria, se señaló que los riesgos para la estabilidad de precios estaban remitiendo y que el BCE había modificado, apropiadamente y en gran medida, la orientación más restrictiva adoptada en el año 2000. Se comentó “la rapidez con que el BCE había actuado, en forma concertada con la Reserva Federal de Estados Unidos y con otros bancos centrales, para reforzar la confianza y proporcionar suficiente liquidez al sistema bancario tras los sucesos del 11 de septiembre”. La orientación a medio plazo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se consideró como una contribución para infundir confianza en una política fiscal sólida. Para incrementar el potencial de crecimiento de la zona del euro se recomendó la puesta en práctica de nuevas reformas estructurales, especialmente en el mercado de trabajo. Además, en noviembre del 2001, el FMI publicó documentos de referencia preparados por sus técnicos sobre cuestiones relevantes de la zona del euro, como el primer pilar de la estrategia de política monetaria, el efecto de las perturbaciones externas en la inflación de la zona, el tipo de cambio del euro y la estimación del producto potencial.

En el contexto de las consultas del Artículo IV, el FMI preparó también un informe sobre la observancia de los códigos y normas en la zona del euro (véase recuadro 9).

La OCDE publicó su primer informe económico sobre la zona del euro, basado, entre otros, en los trabajos de una misión de la OCDE que visitó el BCE. El Comité de Revisión Económica y Desarrollo de la OCDE, en el que la presidencia del Eurogrupo, la Comisión Europea y el BCE representaron conjuntamente a la Comunidad Europea, fue el encargado de concluir el informe. Éste señala que la evolución del entorno externo había generado inquietud en torno a las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro, si bien la zona se encuentra en mejor posición para resistir este tipo de perturbaciones externas negativas que se encontraban cada uno de los países antes de su incorporación a la zona. En cuanto a la política monetaria, en el informe se examinaron las condiciones

monetarias, que, a juicio del Comité, siguieron siendo relativamente acomodaticias, y se analizaron varios aspectos del marco de la política monetaria, incluida la publicación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema.

2.2 Seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales

Estabilidad de los mercados financieros

Dado que el Eurosistema, de conformidad con el Tratado, debe contribuir a la ejecución fluida de las políticas que aplican las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero, el BCE siguió dedicando especial atención a la labor emprendida por las instituciones y foros financieros internacionales que se ocupan de la evolución de los mercados financieros mundiales. El BCE participó en las actividades ordinarias de seguimiento de la evolución de los mercados que realizan el Foro sobre Estabilidad Financiera, que se ocupa de reunir opiniones sobre los aspectos más vulnerables de los sistemas financieros nacionales e internacionales, y el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial para identificar las posibles fuentes de vulnerabilidad y evaluar los cambios en la infraestructura operativa de los mercados financieros. En el contexto de sus relaciones con la OCDE, el BCE siguió participando en el análisis de la evolución de la estructura de los mercados financieros internacionales que lleva a cabo el Comité de Mercados Financieros. El FMI pasó revista a la evolución de los mercados financieros en su informe sobre los mercados internacionales de capitales (agosto del 2001). Durante la preparación de este informe, una delegación del FMI visitó el BCE para analizar la evolución reciente de los mercados financieros europeos, prestando especial atención a la integración financiera y a las medidas de política destinadas a lograr la estabilidad financiera.

Recuadro 9

Informe sobre la observancia de los códigos y normas en la zona del euro

A instancias del BCE, el FMI preparó un informe sobre la observancia de los códigos y normas (el informe) referido a determinados códigos y principios básicos de la zona del euro (noviembre del 2001). La participación en este informe mostró el compromiso del Eurosistema con el cumplimiento de los códigos y normas internacionales, así como su respaldo a los esfuerzos desplegados por las instituciones financieras internacionales para fomentar la observancia de las mejores prácticas. Esta actividad también debe considerarse como un complemento del informe o de los módulos del Programa de Evaluación del Sector Financiero elaborados para los Estados miembros de la zona del euro.

El informe analiza el grado de transparencia de la política monetaria y la vigilancia de los sistemas de pago, basándose en el Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras del FMI, así como el cumplimiento por parte de TARGET y de Euro 1, los dos principales sistemas de pago de la zona del euro, de los principios básicos para los sistemas de pago sistémicamente importantes del Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación. A juicio del FMI, el Eurosistema ha alcanzado un alto grado de cumplimiento de los principios de transparencia aplicables a la política monetaria y a la vigilancia de los sistemas de pago. El FMI considera que el BCE desarrolla un amplio programa de publicaciones y relaciones públicas, en virtud del cual proporciona abundante información sobre sus políticas, procedimientos y prácticas. Concretamente, los técnicos del FMI estiman que el Boletín Mensual del BCE y otras declaraciones públicas periódicas que acompañan a las decisiones de política monetaria informan al público sobre la orientación de la política monetaria con transparencia y puntualidad. No obstante, el FMI considera que podrían mejorarse determinadas cuestiones. En particular, para cumplir los requisitos de las Normas especiales para la divulgación de datos, establecidas por el FMI, con respecto a un adelanto en la publicación de las estadísticas monetarias, el FMI recomienda adelantar un mes las fechas de publicación. El BCE cumple esta recomendación desde septiembre del 2001. El FMI consideró asimismo que podría ser útil explicar con más detalle la asignación de responsabilidades en materia de política cambiaria. Por último, el Fondo recomendó ciertas mejoras con respecto a las prácticas de divulgación de información sobre algunas funciones que desempeñan los BCN.

Por lo que respecta a los sistemas de pago, la conclusión del informe es que Euro 1 cumple plenamente todos los principios básicos. En cuanto a TARGET, se estima que se ajusta casi en su totalidad a dichos principios y que es un medio eficaz para transferir fondos a todos los países de la UE, por lo que contribuye a la ejecución fluida de la política monetaria dentro de la zona. No obstante, los técnicos del FMI consideraron que hay margen para ciertas mejoras en materia de fiabilidad operativa, evaluación del riesgo, procedimientos de consulta, eficiencia y buen gobierno (véase sección 2 del capítulo VII).

Iniciativas concretas para fomentar la estabilidad financiera

Varios organismos y foros internacionales, en los que participa el BCE, estudiaron temas concretos relacionados con el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Se prestó especial atención a las medidas destinadas a la lucha contra el blanqueo de dinero y a la financiación de actividades terroristas, especialmente, tras los trágicos sucesos del 11 de septiembre de 2001.

El BCE formó parte de diversos comités que operan bajo el auspicio de los gobernadores

de los bancos centrales de los países del G10. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea siguió trabajando en una revisión en profundidad del marco relativo a la adecuación del capital (el capítulo VIII presenta un análisis más detallado de las revisiones introducidas en este marco). El Comité sobre el Sistema Financiero Mundial analizó la financiación de la nueva economía, examinó las condiciones de liquidez de los mercados y estudió los cambios recientes en los principales mercados de renta fija. Los viceministros del G10 están preparando dos estudios: uno, sobre los fundamentos jurídicos de los mercados financieros, a fin de reforzar su resistencia ante

situaciones de tensiones financieras y, otro, sobre los determinantes microeconómicos de la evolución de los precios de los activos. El BCE participó asimismo en los trabajos del Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, que preside un miembro del Comité Ejecutivo del BCE, y en los del Comité sobre Oro y Divisas.

El Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF) examinó los avances en la puesta en práctica de las recomendaciones formuladas en el año 2000 para hacer frente a las posibles inquietudes suscitadas por las actividades de las entidades con alto nivel de apalancamiento. Se observaron progresos en la mejora de las prácticas de gestión de riesgos de las entidades de contrapartida y de las medidas de vigilancia, así como en la divulgación de información a los proveedores de crédito por parte de dichas entidades. El FEF examinó también las medidas adoptadas para hacer frente a la inquietud generada con respecto a los centros financieros extraterritoriales y alentó a éstos a mejorar sus prácticas de supervisión y cooperación, entre otras cosas, participando en el programa de evaluación puesto en marcha por el FMI. Finalmente, el FEF concluyó su conjunto de orientaciones internacionales en materia de sistemas de garantía de depósitos.

2.3 Arquitectura del sistema monetario y financiero internacional

El Eurosistema contribuyó a promover las medidas encaminadas a mejorar la estabilidad general del sistema monetario y financiero internacional. Esta contribución se materializó bien en una participación directa en las instituciones y foros internacionales competentes o mediante la labor a nivel europeo y, en particular, en el CEF. En este contexto, el Eurosistema ha realizado un atento seguimiento de la experiencia de regiones y países concretos.

Solidez de las políticas económicas nacionales

La estabilidad de los sistemas financieros nacionales y la puesta en práctica de normas y códigos fueron objeto de una especial atención. El FMI y el Banco Mundial siguieron aplicando conjuntamente el Programa de evaluación del sector financiero que, como su nombre indica, tiene por objeto evaluar el sector financiero de cada uno de los países miembros del FMI, identificando los posibles puntos vulnerables. Además, el FMI realizó un seguimiento, a fin de determinar el grado de cumplimiento de las normas y códigos internacionales, elaborando informes sobre la observancia de los códigos y normas para una serie de países miembros. En el marco de un acuerdo con el FMI, el BCE aportó expertos técnicos para las misiones del 2001 dedicadas al programa de evaluación del sector financiero y al cumplimiento de los códigos y normas.

La solidez de las políticas económicas trasciende el ámbito tradicional de la política macroeconómica e incluye, entre otras cosas, una gestión prudente de las reservas exteriores, una liberalización prudente de los movimientos de capital y una política cambiaria apropiada. El FMI ha formulado orientaciones para la gestión de las reservas exteriores (septiembre del 2001), que no son una serie de principios de obligado cumplimiento, sino que están pensadas, más bien, para ayudar a las autoridades competentes en la materia a reforzar los marcos de política económica, a fin de aumentar la capacidad de resistencia de sus países frente a las perturbaciones de los mercados financieros. Aprovechando su propia experiencia en la gestión de las reservas oficiales, el Eurosistema contribuyó activamente al desarrollo de las orientaciones.

Los organismos y foros internacionales también dedicaron una atención específica a la liberalización ordenada de la cuenta de capital. El Eurosistema cree que dicha liberalización es intrínsecamente beneficiosa, siempre y cuando se diseñe cuidadosamente y se lleve a cabo en la secuencia apropiada, en conso-

nancia con la evolución de unos sectores financieros nacionales sólidos. Concretamente, la liberalización debe comenzar por los elementos más estables de los flujos de capital, es decir, los flujos a largo plazo, como las inversiones extranjeras directas. Además, los sistemas financieros nacionales han de ser lo bastante sólidos para poder eliminar totalmente las restricciones sobre los movimientos de capital. El Eurosistema también hace hincapié en que, en el caso de algunos países, la integración económica regional puede dar un impulso a la apertura de la cuenta de capital.

Por lo que respecta a la elección de la política cambiaria más apropiada, el Eurosistema subrayó que el objetivo de todo régimen cambiario es mejorar el comportamiento económico y financiero, contribuyendo a la estabilidad de precios y a un comercio internacional y unas relaciones financieras ordenados. Dadas las grandes diferencias que existen entre las economías, no existe un régimen cambiario único que se ajuste a las necesidades de todos los países ni que sirva indefinidamente para un país concreto. Puesto que existe una relación interactiva entre la política cambiaria y otros componentes del marco de política económica general, las autoridades económicas deben velar por que la política cambiaria y las condiciones básicas, especialmente en lo que se refiere a la liberalización de la cuenta de capital, continúen siendo coherentes a lo largo del tiempo. Esta relación interactiva implica también que todos los regímenes cambiarios puedan verse modificados, en función de los cambios en el entorno interno y externo. En lo que se refiere a este último aspecto, es necesario prestar una atención específica al hecho de que la existencia de estrechos vínculos comerciales y financieros entre países, en determinadas condiciones puede influir en la elección del régimen cambiario, en su sostenibilidad, y en la necesidad de un cambio de régimen adecuado a la situación.

Cooperación regional

La supervisión internacional se está centrandose cada vez más en la evolución y las cuestiones regionales, tales como la elección de regímenes cambiarios en un contexto regional y la exploración de posibles formas de cooperación en materia de política monetaria a nivel regional. En este contexto, el BCE ha examinado atentamente los procesos de integración regional fuera de la zona del euro, prestando especial atención a cuestiones tales como los regímenes cambiarios, la liberalización de la cuenta de capital y la cooperación financiera (por ejemplo, la "Iniciativa Chiang Mai" dentro del grupo ASEAN+3). El BCE también participa activamente en varias iniciativas de cooperación con Asia y América Latina. Concretamente, el vicepresidente del BCE asistió a la tercera Conferencia de ministros de Economía y Hacienda de Asia y Europa, celebrada en enero del pasado año en Kobe, Japón. En dicha reunión se acordó, entre otras cosas, fomentar las actividades de cooperación en el campo de la investigación entre Asia y Europa, poniendo en marcha un proyecto de investigación común, el llamado Proyecto de investigación de Kobe. El BCE está contribuyendo activamente a este proyecto con la organización y preparación de un seminario sobre Cooperación económica, financiera y monetaria regional: experiencias de Europa y Asia, en el año 2002. El BCE ha intensificado, asimismo, sus relaciones con los países de América Latina y, en particular, con la preparación de un seminario del Eurosistema sobre integración regional en América Latina, que también se celebrará en el año 2002 en cooperación con el Banco de España.

Gestión de las crisis financieras

Por lo que se refiere al control de las crisis, el BCE contribuyó a las iniciativas de la comunidad internacional, entre otros medios, a través del CEF. Estas contribuciones se basaron, en gran medida, en el seguimiento y la evaluación continuos tanto de los planes internacionales de financiación y ajuste como de la par-

ticipación del sector privado en las economías con mercados emergentes sistemáticamente importantes, como Argentina y Turquía.

Particular importancia reviste la labor permanente sobre las medidas encaminadas a lograr la participación del sector privado en la prevención y la resolución de las crisis, que han emprendido el FMI, el G7 y otros organismos internacionales. En su contribución a esta labor, el Eurosistema ha subrayado la necesidad de contar con reglas claras que definan las respectivas responsabilidades de los sectores público y privado en la resolución de las crisis. Es necesario seguir trabajando para definir mejor los papeles respectivos de la financiación oficial y privada y desarrollar procedimientos para su eficaz puesta en práctica. A este respecto, el Eurosistema participó en la formulación de los principios rectores acordados para regular la incorporación del sector privado a estas iniciativas y sigue participando en el seguimiento de la aplicación de estos principios.

El Eurosistema ha mostrado asimismo su interés en el examen general de la condicionalidad que impone el FMI en el contexto de los planes de financiación. El examen tiene por objeto hacer que dicha condicionalidad sea más eficiente, eficaz y específica, sin debilitarla. El FMI decidió que las condiciones impuestas deberían centrarse en las reformas de la política económica que son cruciales para ayudar a los países a hacer frente a sus problemas de balanza de pagos. Por el contrario, las medidas estructurales que sean pertinentes pero no de importancia crítica deberían tener menos prioridad. Para que la condicionalidad sea más específica es necesario también reforzar la colaboración entre el FMI y el Banco Mundial.

2.4 El papel internacional del euro

El papel internacional del euro – la segunda moneda más utilizada en el mundo – está y estará determinado, principalmente, por el mercado. La creciente liberalización y globali-

zación de los mercados financieros limitará drásticamente cualquier influencia directa que los responsables de la política económica pudieran tener en la utilización de la moneda. Por consiguiente, la internacionalización del euro no constituye un objetivo independiente del Eurosistema. Sin embargo, las políticas de los gobiernos europeos pueden influir indirectamente en el comportamiento futuro, puesto que los participantes en los mercados las tendrán en cuenta al denominar sus pasivos, diversificar sus carteras entre distintas monedas o facturar el comercio exterior. Por ejemplo, si tienen éxito las políticas orientadas a la estabilidad y los esfuerzos encaminados a promover un mercado de activos y pasivos financieros en euros eficiente y plenamente integrado, probablemente el euro resultará más atractivo para los prestatarios e inversores internacionales, lo que a su vez potenciará su papel como depósito de valor.

Por lo que respecta a la utilización internacional del euro, la evidencia disponible actualmente indica que, como moneda de financiación, el porcentaje de las emisiones internacionales de instrumentos del mercado monetario denominados en euros aumentó sustancialmente en términos brutos entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre del 2001, como consecuencia principalmente de la mayor liquidez resultante de la creación de un mercado monetario integrado en euros. En promedio, el porcentaje que representaban las monedas sustituidas por el euro en las emisiones del mercado monetario realizadas por no residentes era del 8,5% en el período comprendido entre 1994 y 1998 (77% el dólar estadounidense y 4,5% el yen japonés), mientras que entre el comienzo de 1999 y el final de junio del 2001, las emisiones en euros ascendieron en promedio al 24% (60% en dólares y 3% en yenes japoneses). Un incremento similar se produjo en la emisión de bonos y obligaciones internacionales denominados en euros. El porcentaje medio que representaban las monedas sustituidas por el euro en las emisiones de bonos por no residentes en la zona era del 18% en el período comprendido entre 1994 y 1998 (42% el dólar estadounidense y 25% el yen japonés).

Entre el comienzo de 1999 y el final de junio del 2001, el porcentaje de las emisiones de los bonos internacionales en euros fue sustancialmente superior, el 31% (36% en dólares estadounidenses y 18% en yenes japoneses).

Como moneda de inversión, el porcentaje estimado de valores de renta fija denominados en euros en las carteras de los principales gestores de activos mundiales era del 28% al final de septiembre del 2001 (49% en dólares estadounidenses y 16% en yenes japoneses). En el mismo momento, las tenencias de acciones y participaciones de la zona del euro representaban el 25% (frente al 50% de Estados Unidos y el 10% de Japón).

Por lo que se refiere al uso del euro como moneda de cambio en el mercado de divisas, el último informe trienal del BPI indica que, en abril del 2001, el euro participó en el 38% de las operaciones de divisas “neto neto”⁵ (90% el dólar estadounidense y 23% el yen japonés). Aunque el euro no desempeña un papel comparable al del dólar estadounidense a un nivel mundial, a escala regional ha here-

gado el papel que desempeñaban las monedas a las que ha sustituido (principalmente el marco alemán), especialmente en Europa oriental.

Finalmente, en lo que respecta a los usos oficiales del euro, más de 50 países de fuera de la zona del euro tienen actualmente en vigor regímenes cambiarios que incluyen un ancla externa en la que el euro desempeña un papel. Como moneda de reserva, al final del año 2000, el euro representaba un 12,7% de los activos exteriores de reserva mundiales, en comparación con el 68,2% y el 5,3% que representaban el dólar estadounidense y el yen japonés, respectivamente. Este nivel es comparable al que alcanzaron las monedas a las que el euro ha sustituido (principalmente el marco alemán, el franco francés y el florín holandés) antes de la introducción de la moneda única, de lo que se deduce que no ha habido trasvases de reservas oficiales en detrimento del dólar estadounidense. El uso oficial del dólar estadounidense y del euro suele variar significativamente dependiendo de la zona geográfica.

3 Relaciones bilaterales

Durante el año 2001, el Eurosistema avanzó en el desarrollo de sus relaciones de trabajo con los bancos centrales de países no miembros de la Unión Europea (UE). En particular, amplió el diálogo con los bancos centrales de los países candidatos a la UE, tanto a nivel técnico como de política económica, lo que incluye también el seguimiento de la evolución económica e institucional en estos países⁶. Paralelamente, el Eurosistema contribuyó también al Diálogo Económico iniciado en el año 2001 entre la Unión Europea y los gobiernos de esos países. Además, tomó parte en un importante número de actividades en colaboración con los bancos centrales de los países candidatos para tratar una amplia gama de cuestiones relativas a los bancos centrales. Por último, el BCE intensificó las relaciones de trabajo con los bancos centrales de otros países de su entorno y de los principales mercados emergentes de Asia y América Latina.

3.1. El proceso de adhesión a la UE: algunas cuestiones clave de política económica identificadas por el Eurosistema

Durante el año 2001 el proceso de adhesión cobró un impulso considerable. El Eurosistema analizó algunas cuestiones clave de política económica relevantes para dicho proceso. Cinco aspectos merecieron especial atención: la evolución de los precios, las estrategias de política monetaria y cambiaria, la convergencia real, la estructura y el funcionamiento de los sectores bancario y financiero y la libera-

⁵ Como en cada operación intervienen dos monedas, la suma de los porcentajes que representan es del 200%, en lugar del 100%. Las cifras se refieren al volumen de operaciones neto declarado, es decir, que están ajustadas de doble contabilidad tanto a nivel local como transfronteriza.

⁶ Los doce países que negocian actualmente su adhesión a la UE son Bulgaria, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumania, Eslovaquia y Eslovenia.

lización de la cuenta de capital. Además, el Eurosistema acordó una serie de posiciones en materia de política económica en el proceso de adhesión a la UE (véase recuadro 10).

Evolución de los precios

En los últimos años la mayoría de los países candidatos a la adhesión han progresado notablemente en la lucha contra la inflación y a finales del 2001 habían logrado reducir la tasa de incremento de los precios hasta una media del 6%, aproximadamente (salvo Rumania, con una inflación superior al 30%). El efecto Balassa-Samuelson⁷ se ha citado con frecuencia como una de las causas principales de los diferenciales de inflación que se observan actualmente con respecto a la zona del euro. Sin embargo, un análisis más detallado pone de manifiesto que este efecto no explica, por sí solo, la persistencia de dichos diferenciales. De hecho, las posibilidades de reducir aún más la inflación se complican, entre otras cosas, por el impacto inflacionista del actual proceso de transición y por factores relacionados con la convergencia, entre ellos, la liberalización de los precios y el proceso de privatización. Aparte de los factores relacionados con la transición y con el proceso de convergencia, los diferenciales de inflación de algunos países con respecto a la zona del euro también tienen su origen en políticas fiscales y salariales más expansivas.

Estrategias en materia de política monetaria y cambiaria

En los últimos años las estrategias en materia de política monetaria y cambiaria seguidas por los países candidatos a la adhesión se han caracterizado por su notable diversidad. Mientras que los países bálticos y Bulgaria han mantenido sus regímenes cambiarios de paridad fija o de caja de conversión (*Currency Board*) y Rumania ha seguido aplicando un régimen de flotación dirigida, los países de Europa central y oriental han ido adoptando progresivamente regímenes más flexibles, lo que les ha permitido centrarse más en la

lucha contra la inflación interna, en parte, a través de una apreciación nominal de su moneda. A pesar de esta diversidad, la importancia del euro como la principal moneda de referencia en los regímenes de paridad fija o de flotación dirigida ha aumentado constantemente en los últimos años. En el 2001, Lituania anunció la sustitución del dólar estadounidense por el euro como moneda de referencia para su moneda, el litas, a partir del 2 de febrero de 2002. Además, tanto Hungría como Chipre decidieron seguir el ejemplo del Mecanismo de Tipos de Cambio II, adoptando una banda de fluctuación de $\pm 15\%$, y anclar las expectativas del tipo de cambio ya en la fase previa a la adhesión, con miras a su incorporación a este mecanismo, lo que constituye uno de los requisitos del Tratado para la eventual adopción del euro.

Convergencia real

Considerando que el crecimiento del PIB real en los países candidatos a la adhesión se espera que haya sido, en promedio, el 2,9% en el año 2001 (según las previsiones del FMI), los diferenciales de crecimiento con respecto a la zona del euro continúan siendo limitados. Al mismo tiempo, se mantiene una brecha considerable entre el PIB medio *per cápita* – el indicador de convergencia real más fácil de cuantificar – de los países candidatos y de la zona del euro. De hecho, en el año 2000, los niveles de renta de aquellos países se situaron en torno al 44% de la media de la UE en términos de paridad de poder adquisitivo y tan sólo en torno al 22% en términos de tipos de cambio vigentes. Entre los países candidatos existen una gran diversidad, como muestran las cifras respectivas de PIB *per cápita*; en el año 2000, el PIB *per capita* osciló entre el 24%

7 El efecto Balassa-Samuelson tiene lugar si el crecimiento de la productividad es superior en el sector de bienes comerciables que en el de los no comerciables, de modo que se eleva el precio relativo de los bienes no comerciables. Un aumento de la productividad en el sector de los bienes comerciables tenderá a impulsar al alza los salarios en dicho sector y, en la medida en que se asume la movilidad del factor trabajo entre los sectores, también elevará los salarios en el sector de no comerciables. Como en este último sector el aumento de salarios no está acompañado de un incremento de la productividad, elevará los costes y, por ende, los precios de los bienes no comerciables.

Recuadro 10

Resumen de las principales posiciones del Eurosistema en materia de política económica con respecto a la adhesión

- **Evolución de la inflación:** El criterio de convergencia en materia de inflación no debe revisarse para tomar en cuenta el efecto Balassa-Samuelson ni ningún otro factor que afecte a la evolución de los precios en los países candidatos, entre otros motivos, por razones de trato equitativo respecto a los actuales países miembros de la zona del euro. Si bien en todos los países es necesario mantener las subidas de precios en niveles mínimos a fin de sentar las bases para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento sostenible, la observancia del criterio de Maastricht con respecto a la inflación, en el momento actual, podría entrar en conflicto con los cambios estructurales asociados con la convergencia real.
- **Convergencia real y nominal:** La convergencia real y la nominal han de considerarse como complementarias y deben tratarse de alcanzar en paralelo. La convergencia real puede respaldar el proceso de convergencia nominal, en la medida en que las reformas estructurales probablemente estimulen el potencial de crecimiento y la flexibilidad de los mercados. De forma similar, la convergencia nominal, en cuanto que ancla las expectativas de inflación, refuerza la convergencia real.
- **Estrategias de política monetaria y cambiaria:** En la etapa previa a la adhesión no se recomienda una estrategia cambiaria concreta, si bien una orientación cada vez mayor hacia el euro sería lo más coherente con una integración económica y financiera más intensa en la zona del euro. No obstante, la adopción unilateral del euro como moneda de curso legal (eurización) es incompatible con el marco conceptual y multilateral de la UEM. Tras la adhesión, no debe considerarse el MTC II como la mera “antesala” de la adopción del euro, sino como un marco lógico de política en el que las economías candidatas deben prepararse para la Unión Monetaria y lograr un mayor grado de convergencia real y nominal. Los *currency boards* vinculados al euro podrían resultar compatibles con el MTC II, previa consideración de las circunstancias particulares de cada caso.
- **Liberalización de la cuenta de capital:** Una gran afluencia de capital y una reestructuración incompleta de los sectores financieros significan que el ritmo y la secuencia de la liberalización de la cuenta de capital en sus siguientes etapas han de respaldarse con unas políticas macroeconómicas y estructurales coherentes. Como los países candidatos siguen avanzando hacia la plena liberalización, el principal desafío en materia de política económica consiste en reducir su vulnerabilidad frente a la creciente volatilidad de los flujos de capital llevando adelante las reformas estructurales en los sectores financiero y empresarial y reforzando la supervisión.
- **Estructura y funcionamiento del sector financiero:** Los países candidatos tienen que aplicar, en los sectores bancario y financiero, legislación que forma parte del acervo comunitario, incluida la referida al blanqueo de dinero. También han de contar con las funciones necesarias para que los mercados financieros y los sistemas de pago operen de acuerdo con las normas de la zona del euro. Asimismo, han de establecer mecanismos de control de riesgos y gestión de las crisis en las entidades bancarias y financieras. En los países en los que la supervisión bancaria no está integrada en el banco central, esta función debe llevarse a cabo, al menos, en estrecha colaboración con éste.
- **Política fiscal:** En la etapa inmediatamente anterior a la adhesión a la UE, las autoridades han de estar preparadas para hacer frente a un aumento del gasto público y, posiblemente, a un descenso de los ingresos como consecuencia de los procesos de transición y adhesión, sin poner en peligro los avances logrados en materia de saneamiento presupuestario. Cualquier retroceso en los progresos alcanzados en el ámbito fiscal chocaría con la consecución de otros objetivos de política económica, especialmente en lo relativo a la desinflación.
- **Acervo comunitario e independencia del banco central:** La adopción efectiva del acervo comunitario no sólo constituye un requisito legal para la adhesión a la UE, sino que implica además la transformación de los países candidatos en economías de mercado en sentido pleno, lo que debería facilitar su integración en

la UE y, posteriormente, en la zona del euro. En este contexto, hay que velar por que no existan discrepancias entre el estatus jurídico formal de los bancos centrales en la legislación y la aplicación en la práctica de dicha legislación.

- **Disponibilidad de estadísticas:** Los países candidatos deben perseverar en sus esfuerzos para armonizar sus sistemas estadísticos con las normas de la UE, dado que la disponibilidad de estadísticas fiables y puntuales es crucial para poder adoptar decisiones acertadas (y, en última instancia, para evaluar la observancia de los criterios de Maastricht).

y el 82% de la cifra promedio de la UE en términos de paridad de poder adquisitivo y entre el 7% y el 63% en relación al PIB per capita medio de la UE términos de tipos de cambio vigentes. En conjunto, la magnitud del diferencial de renta, considerada junto a los pequeños diferenciales de crecimiento, parece indicar que el proceso de convergencia real será muy gradual y que sobrepasará con mucho las fechas previstas en principio para la adhesión a la UE.

Sector bancario y financiero

En los diez últimos años los países candidatos han realizado grandes avances en la capitalización y el saneamiento de sus sectores bancarios, aunque persisten diversos aspectos en relación con la transición que requieren un seguimiento atento. Los sectores bancarios se han fortalecido considerablemente como resultado de la privatización a gran escala de entidades de crédito estatales y de una amplia apertura a la inversión extranjera, que representa actualmente, en promedio, más del 60% de los activos bancarios de estos países. Ello ha permitido al sector bancario adquirir los conocimientos técnicos y el capital necesarios y se ha traducido en mejoras significativas en la eficiencia y la estabilidad financieras. En los países candidatos el sector financiero sigue estando dominado, en gran medida, por el sector bancario. Aunque en algunos de estos países la financiación del sector público a través del mercado de valores de renta fija ha adquirido una considerable importancia, con una proporción notable y cada vez mayor de inversores no bancarios, los mercados de renta variable y de bonos desempeñan todavía, en promedio, un papel limitado. Además,

el grado de intermediación financiera continúa siendo relativamente bajo, con una *ratio* de activos en relación con el PIB y una *ratio* de crédito en relación con el PIB muy inferiores a la que registra la zona del euro (un cuarto y un tercio, respectivamente). Asimismo, los tipos de interés y el crédito como canales en el mecanismo de transmisión de la política monetaria siguen siendo relativamente débiles en comparación con el canal de los tipos de cambio.

Liberalización de la cuenta de capital

Como parte del acervo comunitario, todos los países candidatos a la adhesión se comprometen a liberalizar plenamente la cuenta de capital antes de la fecha de su incorporación a la UE, siempre que no se estipulen períodos transitorios durante las negociaciones. Hasta la fecha, sólo unos pocos países han solicitado acogerse a regímenes transitorios y, las excepciones se refieren, principalmente, a materias de menor relevancia para la política monetaria, como por ejemplo, la compra de propiedades inmobiliarias. Durante el año 2001, la liberalización de la cuenta de capital avanzó en varios países. Muchos países candidatos han alcanzado ya un alto grado de liberalización de la cuenta de capital. Sin embargo, en algunos casos, la cuenta de capital sigue estando sujeta a una serie de restricciones en lo que respecta, sobre todo, al capital a corto plazo. Además, los abultados déficit por cuenta corriente y la probable caída de las entradas de inversiones directas como consecuencia del descenso de los ingresos provenientes de las privatizaciones hacen que muchos de estos países sean vulnerables a las perturbaciones externas.

3.2 Cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos

En el año 2001, el Eurosistema intensificó sus actividades ordinarias de cooperación con los bancos centrales de los países candidatos. En total, el Eurosistema llevó a cabo 341 actividades (frente a las 296 del año 2000), en las que participaron los bancos centrales de todos los países candidatos. Dichas actividades adoptaron diversas formas, en su mayoría, cursos de formación, seminarios, asistencia técnica, visitas bilaterales de expertos y consultas de alto nivel (véase gráfico 29). Las actividades se refirieron a una amplia gama de temas, tales como los sistemas de pago, políticas y análisis económicos, requisitos jurídicos, supervisión prudencial, billetes, estadísticas, el marco de la política monetaria, el marco de la política cambiaria y la tecnología de la información. En otros capítulos del presente Informe Anual se ofrece más información sobre aspectos de la cooperación en cuestiones concretas de relevancia para los bancos centrales de los países candidatos.

El seminario anual del Eurosistema sobre el proceso de adhesión – en el que participan el Eurosistema y los gobernadores de los bancos centrales de los doce países candidatos – representa el nivel más alto de cooperación con dichos bancos centrales. Tras celebrarse en Helsinki (1999) y en Viena (2000), el seminario del 2001 tuvo lugar en Berlín en el mes de diciembre y fue organizado conjuntamente por el BCE y el Deutsche Bundesbank. El seminario se centró en la estructura y el funcionamiento del sector financiero en los países candidatos, el impacto de la liberalización de la cuenta de capital sobre las estrategias de tipo de cambio de dichos países y los elementos necesarios para el éxito del proceso de convergencia.

3.3 Participación del Eurosistema en el Diálogo Económico entre la UE y los países candidatos

El Eurosistema participa en el Diálogo Económico entre la UE y los países candidatos, iniciado por la UE a principios del 2001. Este diálogo no forma parte directamente de las negociaciones de adhesión a la UE, sino que tiene por objeto contribuir al proceso mediante un intercambio de opiniones en profundidad entre las instituciones de la UE y los países candidatos sobre cuestiones de política macroeconómica y estabilidad financiera en la etapa previa a la adhesión. También está orientado a familiarizar a estos países con los procedimientos de la UE en materia de supervisión recíproca y de coordinación de las políticas, a los que quedarán sujetos a partir de su incorporación a la Unión.

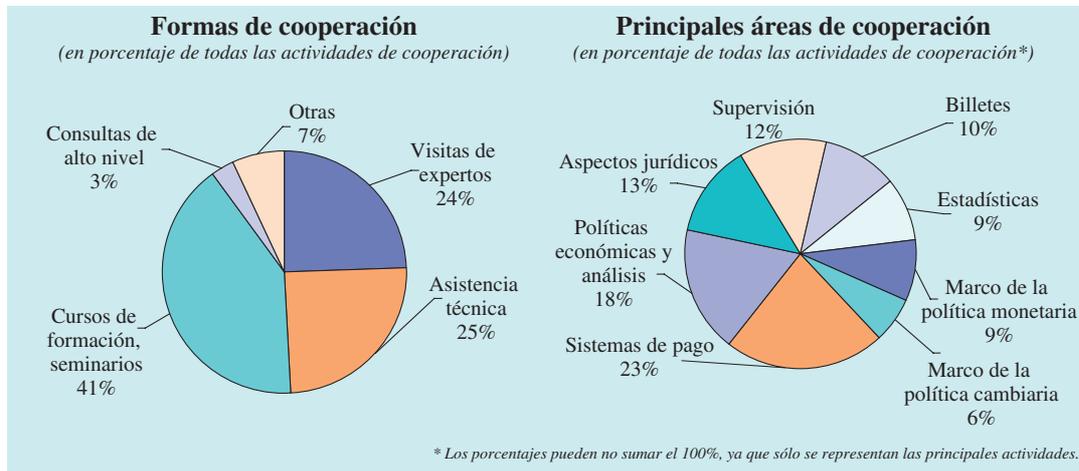
En el marco del Diálogo Económico, la UE – incluyendo el BCE y los BCN – y los países candidatos se reunieron cuatro veces en el año. Se celebraron reuniones en dos ocasiones a nivel del CEF (en Estocolmo el 27 de junio y en Bruselas el 27 de noviembre) y en dos ocasiones a nivel ministerial (en Malmö el 21 de abril y en Bruselas el 4 de diciembre). En el año 2001, el Diálogo Económico se centró en analizar, entre otros temas, los programas económicos previos a la adhesión de los países candidatos.

3.4 Fortalecimiento de las relaciones de trabajo con otros países

El BCE continuó desarrollando, asimismo, sus relaciones con los bancos centrales de los países europeos no pertenecientes a la UE que, en la actualidad, no se encuentran negociando el proceso de adhesión, así como con los bancos centrales de las principales economías con mercados emergentes de Asia y América Latina. El presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo visitaron varios de esos países y recibieron a las delegaciones de sus bancos centrales. Además, se han establecido relaciones de trabajo a nivel ejecutivo y de expertos con varios bancos centrales de

Gráfico 29

Cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos en el 2001



esas regiones. Los temas que suelen discutirse en las reuniones versan sobre la situación económica, las políticas cambiarias y el papel del euro en el país en cuestión.

Entre los países europeos con cuyos bancos centrales se han mantenido contactos destacan especialmente Rusia y Turquía (país candidato que todavía no está negociando su incorporación a la UE). En las intensas discusiones bilaterales, la introducción de los billetes y monedas en euros ocupó un lugar prominente, dada la gran circulación en esos países de los billetes nacionales emitidos por

los BCN de la zona del euro. En los Balcanes, el BCE participó en las actividades organizadas por la Mesa de Trabajo sobre Reconstrucción, Desarrollo y Cooperación Económicos en el marco del Pacto de Estabilidad para el sudeste de Europa. El BCE siguió muy de cerca la evolución económica y financiera en Turquía y estableció un diálogo de carácter más regular sobre política económica con el banco central de este país con ocasión de la visita realizada por su gobernador al BCE. Además, el BCE ha comenzado a intensificar las relaciones de trabajo con los bancos centrales de la región mediterránea.

Alemania: **Destrucción de monedas nacionales en una sucursal del Deutsche Bundesbank.**



Capítulo VI

Introducción, producción y emisión de los billetes en euros

I Introducción de los billetes y monedas en euros en el 2002

Con el fin de facilitar la introducción de los billetes y monedas en euros se creó en marzo del 2001 el Comité de Coordinación para el Canje del Efectivo en el Eurosistema (CashCo), integrado por representantes del BCE y un representante de cada uno de los bancos centrales nacionales (BCN) de los doce Estados miembros participantes. Representantes de la Comisión Europea y Europol asistieron a las reuniones en calidad de observadores. En el ámbito de competencias del Eurosistema, el CashCo recibió el mandato de coordinar la introducción de los billetes y monedas en euros y la retirada de las monedas nacionales hasta finales de febrero del 2002. El comité efectuó el seguimiento de los preparativos para la emisión de los billetes y monedas en euros y el cambio a la nueva moneda, además de establecer un sistema de intercambio de información en el marco del Eurosistema durante el período anterior y posterior al 1 de enero de 2002.

I.1 El cambio de moneda en la zona del euro

El Consejo de Gobierno del BCE adoptó determinadas disposiciones sobre el cambio de moneda en el 2002 en el Eurosistema en una Orientación publicada el 10 de enero de 2001. De acuerdo con estas disposiciones, la distribución anticipada por los BCN de billetes y monedas en euros a las entidades de crédito y la subdistribución anticipada a grupos de profesionales seleccionados podían empezar a partir del 1 de septiembre de 2001. Este período de cuatro meses era necesario para garantizar la disponibilidad de una cantidad suficiente de billetes y monedas en euros para una circulación a gran escala a partir del 1 de enero de 2002, y para organizar el transporte del efectivo y la logística de la distribución de la manera más eficiente posible. En efecto, la magnitud y el calendario de distribución y subdistribución anticipada variaba considerablemente de un país a otro, según las modalidades de canje, la infraestructura (estructura de la red de sucursales

del banco central y su función en el suministro de efectivo, espacio disponible para el almacenamiento en las sucursales de las entidades de crédito, etc.), la extensión y la geografía del país.

Con respecto a la distribución de monedas en euros a las entidades de crédito, dado que la moneda metálica presentaba mayores dificultades de transporte, debido a su volumen, y menos riesgos para las entidades de crédito que los billetes, debido a su menor valor, once países empezaron a partir de septiembre de 2001 y en el país restante la distribución no comenzó hasta diciembre del 2001. La distribución anticipada de billetes se inició en septiembre del 2001 en cinco países y los otros siete la retrasaron hasta octubre, noviembre y diciembre del 2001, respectivamente.

Los doce países suministraron billetes y monedas en euros a las entidades de crédito y al comercio minorista antes del 1 de enero de 2002 y subdistribuyeron anticipadamente monedas en euros al sector de máquinas expendedoras, para que éstas pudieran cargarse con las monedas antes del día €. En total, se distribuyeron anticipadamente a las entidades de crédito billetes en euros por un valor de 133 mm de euros, lo que representaba cerca del 50% del valor de los billetes nacionales en circulación a finales del 2001. En cuanto a la moneda metálica, a finales del 2001 se habían distribuido anticipadamente 37.500 millones de monedas, por un valor de 12,4 mm de euros. En consecuencia, del total del volumen necesario, cerca del 80% de los billetes y del 97% de las monedas necesarias habían sido distribuido a las entidades de crédito antes del 1 de enero de 2002, lo que facilitó la operación de canje. En general, la subdistribución anticipada a grupos profesionales seleccionados se correspondió también con las previsiones iniciales, situándose entre el 10% y el 20% de la cantidad distribuida anticipadamente.

En noviembre de 1999, el Consejo ECOFIN acordó que podría proporcionarse monedas

en euros al público a partir de mediados de diciembre del 2001, con el fin de ayudar a los ciudadanos a familiarizarse con la moneda metálica y de reducir las reservas que los minoristas iban a necesitar a comienzos del 2002 para devolver cambios. Todos los países ofrecieron al público euromonederos, que fueron muy solicitados. En algunos países, la demanda fue tan elevada que las entidades de crédito fueron autorizadas a confeccionar sus propios euromonederos e, incluso, a vender gran parte de sus existencias. El contravalor de los euromonederos variaba entre 3,88 y 15,25 euros, dado que se había procurado que correspondiera a la denominación de un billete nacional, para facilitar el canje. En un país, se entregó también a cada ciudadano un pequeño euromonedero gratuitamente. La distribución a gran escala empezó en tres países el 14 de diciembre y, en los demás, el 15 o el 17 de diciembre. En conjunto, el público adquirió más de 150 millones de euromonederos, que contenían más de 4.200 millones de monedas por un valor de 1,6 mm de euros, lo que significa que, como promedio, cada persona disponía de catorce monedas a comienzos del 2002.

Además, los minoristas recibieron euromonederos especiales, cuyo contravalor oscilaba entre 30,41 y 315 euros.

Considerando que en las transacciones la mayor parte de los billetes viene puesto en circulación a través de los cajeros automáticos, la rápida adaptación de estas máquinas era crucial para la buena marcha del canje. En total, tuvieron que ser adaptados más de 200.000 cajeros automáticos situados en sucursales bancarias y centros comerciales, entre otros lugares. La rapidez con la que se realizó la adaptación de los cajeros automáticos varió ligeramente de un país a otro, dependiendo de factores tales como su capacidad de conversión, ubicación, número y características. Asimismo, las medidas adoptadas en la zona del euro con respecto a las máquinas que no se habían adaptado todavía presentaron algunas diferencias según los países. En seis de ellos, los cajeros automáticos fueron retirados del servicio, mientras que en

otros cuatro países siguieron dispensando billetes nacionales. Después de cuatro días, la práctica totalidad de los cajeros automáticos estaba funcionando sólo con euros. En consecuencia, como promedio después de una semana, el 75% de las operaciones en efectivo se realizaban en euros, cifra que pasó a ser del 90% a finales de la segunda semana. Estos porcentajes variaron, naturalmente, según el país y el sector. En todo caso, la introducción de los billetes y monedas en euros se desarrolló mucho más rápidamente de lo previsto.

Para facilitar el cambio a la nueva moneda fue también fundamental poner en circulación grandes cantidades de billetes de baja denominación (de 5, 10 y 20 euros) a principios del 2002, lo que permitió reducir considerablemente las reservas de efectivo que los minoristas debían mantener en los primeros días del año. En todos los países de la zona del euro, por lo menos algunos de los cajeros automáticos dispensaron billetes en euros de una, dos o tres de las denominaciones más bajas a comienzos del 2002. En países en los que las prestaciones sociales se cobran, principalmente, en efectivo, se utilizaron también billetes de baja denominación para su liquidación. Por otro lado, las entidades de crédito entregaron un elevado número de billetes pequeños por ventanilla. En consecuencia, a principios del 2002, los billetes de baja denominación (de 5, 10 y 20 euros) representaban el 82,4% del número total de billetes en circulación y el 43% de su valor, superando con creces las cifras correspondientes a los billetes nacionales con un contravalor similar, que estaban en circulación antes del cambio de moneda.

Por lo que se refiere a la retirada de las monedas nacionales, la mayor parte de las autoridades nacionales intentaron reducir el volumen de moneda metálica que las entidades de crédito, los minoristas y las empresas de transporte de fondos debían manejar durante el período de doble circulación, animando al público a depositar en los bancos, antes de finales de año, las monedas que tenían guardadas. Además, en algunos países,

se recogieron las monedas para distintas obras benéficas. Simultáneamente, afluyeron grandes cantidades de billetes nacionales, en especial de alta denominación, que habían sido atesorados. En total, los billetes nacionales en circulación disminuyeron durante el curso del 2001 en 110 mm de euros, hasta situarse en 270 mm de euros a finales de año.

En conclusión, el cambio de moneda fue una operación sin precedentes, que afectó directamente a las vidas de más de 300 millones de personas en los doce países de la zona del euro. Era necesario que las entidades financieras, las empresas de transporte de fondos, las fuerzas de seguridad, los minoristas y la industria de máquinas expendedoras colaboraran estrechamente en los preparativos desde los primeros momentos, dado que sólo una interacción sistemática y coordinada de todos los principales agentes permitiría realizar una transición fluida al euro en poco tiempo. Sin embargo, el éxito del cambio de moneda dependió, en última instancia, no sólo de la cooperación entre todos los profesionales directamente involucrados, sino también de la respuesta positiva y de la rápida aceptación del público. Mirando hacia atrás, puede afirmarse que, dada la magnitud de la tarea, la introducción de los billetes y monedas en euros se desarrolló con toda fluidez y fue un gran éxito.

1.2 El cambio de moneda fuera de la zona del euro

Un elevado número de billetes emitidos por los BCN de los países de la zona del euro había estado circulando fuera de la misma, especialmente en los países candidatos a la adhesión y en otros países vecinos. Por ejemplo, se estimó en un estudio, relativo al período correspondiente a mediados de los años noventa, que entre el 30% y el 40% de los billetes en marcos alemanes que estaban en circulación se mantenían fuera de Alemania, en su mayor parte, probablemente, en países de Europa del este y del sudeste (incluida Turquía). Por lo tanto, se hizo un gran esfuerzo para que el cambio se efectuara

también sin contratiempos fuera de la zona del euro. Esta actuación se basó en tres pilares:

- Con arreglo a la Orientación del BCE, de 10 de enero de 2001, por la que se adoptan determinadas disposiciones sobre el cambio de moneda en 2002, a partir del 1 de diciembre de 2001, las entidades de crédito podían distribuir billetes en euros recibidos anticipadamente entre sus sucursales y oficinas centrales situadas fuera de la zona del euro, conforme a condiciones estrictas. Además, la Orientación permitía a las entidades de crédito receptoras de billetes en euros que, a partir de la misma fecha, subdistribuyeran anticipadamente los billetes entre sus filiales ubicadas fuera de la zona del euro, así como entre otras entidades de crédito que tuvieran su domicilio social u oficina principal y sus sucursales fuera de la zona. Sin embargo, se prohibía la subdistribución anticipada a los minoristas establecidos fuera de la zona del euro.
- El Consejo de Gobierno adoptó una Orientación del BCE, de 13 de septiembre de 2001, sobre determinadas disposiciones para la distribución anticipada de billetes denominados en euros fuera de la zona del euro, si así lo solicitaban los bancos centrales y las autoridades monetarias de los Estados miembros no participantes y de otros países, a partir del 1 de diciembre de 2001 y conforme a determinados términos y condiciones. Todos los acuerdos operativos y prácticos de distribución anticipada quedaban a cargo, de forma bilateral, del BCN de la zona del euro correspondiente y del banco central de contrapartida. Los bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro podían subdistribuir anticipadamente billetes entre las entidades de crédito que tuvieran su domicilio social u oficina principal en sus respectivas jurisdicciones, a partir del 1 de diciembre de 2001 y conforme a determinadas condiciones.

- El Consejo de Gobierno decidió que, a partir del 1 de diciembre de 2001, las entidades de crédito no pertenecientes a la zona del euro y que operasen en el ámbito internacional en los mercados de distribución al por mayor de billetes podían recibir anticipadamente de los BCN y subdistribuir anticipadamente billetes en euros entre otras entidades de crédito fuera de la zona del euro. Asimismo, la Orientación del BCE de 13 de septiembre de 2001 establecía, en detalle, las condiciones y los términos en los que habían de efectuarse estos procedimientos, que eran, en principio, los mismos que para los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro.

Los billetes en euros tuvieron una acogida favorable también fuera de la zona del euro, especialmente en los países candidatos. En lo que respecta a los bancos centrales situados fuera de la zona, 26 de estas instituciones, pertenecientes, principalmente, a países de Europa central y oriental, el Mediterráneo y África, recibieron billetes anticipadamente. El valor total de los billetes en euros distribuidos a bancos centrales y entidades de crédito fuera de la zona del euro fue del orden de 4,6 mm de euros.

1.3 Canje de billetes nacionales en los bancos centrales nacionales

Para garantizar la sustitución de las unidades monetarias nacionales entre los años 1999 y 2002, el canje de billetes denominados en las

monedas nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro se rige por el artículo 52 de los Estatutos del SEBC. A partir del 1 de enero de 1999, de conformidad con una decisión del Consejo de Gobierno, cada BCN participante o su representante autorizado ha garantizado el canje gratuito, en al menos una de sus oficinas, de billetes de otros países participantes, al tipo de conversión oficial. El Consejo de Gobierno ha decidido ampliar el plazo de aplicación del artículo 52 de finales del 2001 a finales de marzo del 2002, período durante el cual las unidades monetarias nacionales serán canjeadas por euros.

Así pues, unas 500 sucursales de BCN de la zona del euro participaron en el canje de billetes de otros países de la zona. Desde un punto de vista práctico, el canje realizado a tenor del artículo 52 se está llevando a cabo sin problemas en todos los Estados miembros participantes desde 1999.

Por otro lado, los BCN pueden repatriar los billetes nacionales de otros países participantes, o nombrar a un representante para prestar este servicio, o también utilizar los canales comerciales de repatriación existentes. Desde 1999 hasta finales de marzo del 2002 fueron repatriados a sus respectivos países de emisión un total de 14,4 millones de billetes por un valor de 293,4 mm de euros.

2 Producción de los billetes y monedas en euros

2.1 Producción de los billetes para su puesta en circulación

Cada BCN se hizo responsable de la fabricación de aquellos que su país precisaba. Para atender a la demanda efectiva de billetes para el canje se ha estimado anualmente la cantidad de billetes que cada BCN necesitaba poner en circulación. La última revisión data

de finales del 2001, cuando se estimó una cifra de 15.000 millones de billetes, por un valor facial total en torno a 633 mm de euros. Quince imprentas han participado en la producción de los billetes.

A lo largo del año, el BCE ha seguido muy de cerca los avances realizados en la cantidad y calidad de la producción. Asimismo, se han

efectuado muestreos periódicos del aspecto de los billetes. El BCE ha continuado realizando auditorías a los sistemas de control de calidad de las imprentas, contribuyendo así a garantizar un nivel de calidad uniforme. Los fabricantes de máquinas de tratamiento de efectivo, por su especial interés en la calidad y uniformidad de los billetes en euros, participaron en un extenso programa de pruebas para preparar la adaptación de los sensores y otros dispositivos a tiempo para la puesta en circulación de los nuevos billetes.

2.2 Establecimiento de una reserva central de billetes para cobertura de riesgos

El BCE estableció una reserva central de billetes en euros en el marco de su política de gestión de riesgos para la puesta en circulación de la nueva moneda. Entre los riesgos contemplados figuraba la posibilidad de que se produjeran deficiencias por motivos imprevistos en la cantidad o la calidad de los billetes fabricados, o que la demanda de determinadas denominaciones superara los niveles estimados. Para constituir la reserva central, se aumentó la producción un 10% aproximadamente con respecto al volumen total de emisión de 15.000 millones de billetes. La creación de esta reserva corrió a cargo del BCE y se realizó conforme a unas normas tan estrictas como las aplicadas al resto de los billetes.

3 Protección de los billetes contra la falsificación

3.1 Investigación y desarrollo

La labor de investigación y desarrollo tiene por objeto constituir una "base" tecnológica, sobre la que se irá perfeccionando la primera serie de billetes.

Después de la puesta en circulación de los nuevos billetes, está ampliándose la actividad de investigación y desarrollo, que se realiza de forma descentralizada y coordinada por el

Durante la distribución anticipada se recurrió a la reserva central para atender demandas adicionales de billetes por parte de las entidades de crédito, lo que contribuyó a que la fase de puesta en circulación se desarrollara sin problemas.

2.3 Asistencia en la producción de las monedas

Los Estados miembros son responsables de la producción de las monedas en euros. Las estimaciones nacionales señalaron la necesidad de poner en circulación más de 51.000 millones de monedas, por un valor facial en torno a 16 mm de euros. Dentro de los doce países, dieciséis fábricas de moneda participaron en la producción.

El BCE, que actúa como asesor independiente sobre la calidad de las monedas en euros, ha brindado su asistencia para la implantación y el mantenimiento de un sistema común de control de calidad en todas las fábricas de moneda, en las que ha realizado auditorías de calidad periódicas. Las fábricas de moneda han presentado informes mensuales de calidad y el BCE ha evaluado las monedas de referencia obtenidas en cada fábrica, de lo que los órganos rectores del BCE han sido informados con regularidad.

BCE. En el 2001, se revisó la coordinación entre los BCN, los proveedores especializados y el BCE y se consiguieron mejoras que se espera potenciar en el 2002.

El BCE es miembro de varios grupos técnicos internacionales formados por bancos centrales, para la lucha contra la falsificación mediante actuaciones a escala internacional.

3.2 Lucha contra la falsificación

Se ha creado una red europea de Centros Nacionales de Análisis. Estos centros se encargan de realizar los análisis de falsificaciones en el ámbito nacional y de remitir los datos sobre billetes en euros falsificados a la base central de datos, que está preparándose en el BCE. El personal de estos centros ha recibido la formación requerida para poder clasificar los billetes en euros falsificados.

Desde comienzos del 2002 está en funcionamiento el Centro de Análisis de Falsificaciones, que está ubicado en el BCE y es responsable de la clasificación de las nuevas falsificaciones de euros recibidas de los centros nacionales de análisis. El centro, cuyo personal está compuesto por expertos en falsificaciones, técnicos y administrativos, ha sido dotado del equipo técnico necesario, por lo que está en condiciones de analizar las diferencias entre los billetes falsos y los auténticos.

La puesta en funcionamiento del Sistema de Control de Falsificaciones, que incluye una base de datos que almacenará todos los datos técnicos y estadísticos sobre falsificaciones de billetes y monedas en euros, ha sido más lenta de lo previsto debido a problemas técnicos. Para subsanar el que no estén disponibles algunas de las funciones del sistema, se han establecido otros procedimientos para utilizar de forma eficaz la información almacenada en la base de datos.

La Decisión del Banco Central Europeo, de 8 de noviembre de 2001, sobre ciertas condiciones de acceso al Sistema de Control de Falsificaciones contiene las principales disposiciones adoptadas en este ámbito.

El BCE ha establecido con la Oficina Europea de Policía (Europol) un acuerdo de cooperación para la lucha contra la falsificación del euro y para reforzar y coordinar la colaboración que ambas partes brinden, a estos efectos, a las autoridades nacionales y europeas y a las organizaciones internacionales.

4 Emisión de los billetes

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que el BCE y los doce BCN de la zona del euro emitirán billetes en euros. Desde comienzos del 2002, el 92% del valor total de billetes en circulación fue asignado a los doce BCN y el resto al BCE. Los balances de cada BCN contabilizarán los billetes emitidos por estos, siendo el porcentaje asignado igual a su participación en el capital desembolsado del BCE. El total de billetes emitidos por el Euro-

sistema figurará en su estado financiero semanal consolidado publicado por el BCE.

De acuerdo con el principio de descentralización de las operaciones del Eurosistema, corresponderán a los doce BCN la puesta en circulación, la retirada y la manipulación de todos los billetes en euros, incluidos los emitidos por el BCE.

5 Campaña de Información Euro 2002

Como parte de los preparativos para la introducción de los billetes y monedas en euros, el BCE y los doce BCN de la zona del euro han llevado a cabo la Campaña de Información Euro 2002, con un presupuesto aprobado por el Consejo de Gobierno de 80 millones de euros, y ampliado mediante financiación adicional de los BCN.

La campaña del Eurosistema, realizada en coordinación con iniciativas similares a cargo de las autoridades nacionales y de la Comisión Europea, ha girado en torno a cuatro mensajes principales:

- la apariencia de los billetes y monedas,
- los elementos de seguridad de los billetes,

- las denominaciones, y
- las modalidades generales del canje.

Estos mensajes se han transmitido básicamente a través de tres canales: una campaña publicitaria en los medios de comunicación, contactos con la prensa y relaciones públicas y colaboración con otras entidades que realizan actividades similares, mediante un Plan de Colaboración. Asimismo, se ha creado una página web dedicada al euro (www.euro.ecb.int), en la que se proporciona información sobre la campaña en los once idiomas oficiales de la Comunidad Europea. Todo el material publicitario distribuido se ha traducido, asimismo, a los once idiomas comunitarios.

A lo largo del año 2001, a medida que iba aumentando el interés del público por los billetes y monedas en euros, la campaña se fue intensificando. Tras hacerse públicos los elementos de seguridad al público el 30 de agosto de 2001, la campaña entró en una nueva fase dedicada a la distribución de material informativo que incorporaba, entre otras cosas, la apariencia definitiva de los billetes en euros y sus elementos de seguridad.

Campaña publicitaria en los medios de comunicación

La campaña publicitaria en los medios de comunicación comenzó, asimismo, el 30 de agosto de 2001, con espacios publicitarios en la televisión y anuncios en la prensa a escala nacional e internacional, y se complementó, en la zona del euro, con campañas adicionales organizadas por los BCN.

En el ámbito nacional, se emitieron cinco espacios publicitarios en la televisión y, en algunos casos, se difundieron ocho anuncios complementarios en la prensa en todos los países de la zona del euro, en los idiomas respectivos. Estos anuncios, idénticos para toda la zona, proporcionaban información general y detallada sobre los billetes y las monedas, así como sobre los elementos de seguridad de los billetes. Los espacios publicitarios se

contrataron en 50 cadenas de televisión y los anuncios en la prensa aparecieron en más de 250 publicaciones de la zona del euro. La campaña difundió anuncios finales en la prensa de toda la zona del euro a finales de enero y comienzos de febrero del 2002.

En el ámbito internacional, se realizó una campaña detallada dirigida a los visitantes, por motivos de negocios o turismo, de la zona del euro. Seis cadenas internacionales difundieron versiones especiales de los espacios publicitarios televisivos y se incluyeron anuncios en nueve publicaciones internacionales y en catorce revistas que se ofrecen en vuelo. Por otro lado, los principales mensajes de la campaña se expusieron en doce aeropuertos de la zona del euro y en el de Heathrow en Londres.

Para apoyar la campaña publicitaria en los medios de comunicación, se distribuyeron unos 200 millones de folletos de divulgación para el público, con el título *“Prepárese para el euro – Guía para conocer los billetes y monedas en euros”*, con información fidedigna sobre los billetes y monedas. Sólo para la zona del euro se necesitaron 26 versiones diferentes del folleto, dados los distintos idiomas oficiales y las distintas modalidades de canje. Entre octubre y diciembre del 2001, se distribuyó el folleto prácticamente a todos los hogares de la zona del euro. Entre otros, el principal medio utilizado fue el correo o la entrega a domicilio. Con el fin de que la información contenida en el folleto se difundiera fuera de la zona del euro, se confeccionó una versión internacional del mismo, que se editó en otros veintitrés idiomas y que se incluyó en la página web de la campaña. Asimismo, algunos BCN hicieron un esfuerzo suplementario, imprimiendo y distribuyendo los folletos no sólo en los idiomas oficiales de la Comunidad, sino en varios idiomas más.

Contactos con la prensa y relaciones públicas

Las relaciones públicas y los contactos con la prensa de la Campaña de Información Euro

2002 se centró en tres actividades principales en el 2001: una cuenta atrás, una serie de conferencias y un concurso infantil.

En relación con la cuenta atrás, se remitió material informativo a más de 4.500 destinatarios pertenecientes a los medios de comunicación, en seis fechas clave, desde el día €-365 hasta el día €. El material enviado a cada destinatario comprendía una información completa sobre los billetes y monedas en euros y el proceso de canje, a la que se añadían, en algunos casos, cintas de vídeo e imágenes. De esta manera, los mensajes de la campaña se trasladarían al público a través de los medios de comunicación.

Antes de la introducción de los billetes y monedas en euros, se organizó una serie de once conferencias, que se celebraron en la sede de los BCN de la zona del euro y que reunieron a más de 5.000 personas relacionadas con los medios de comunicación. Además de constituir un foro de discusión sobre el cambio de moneda, cada una de las conferencias proporcionó una cobertura informativa adicional de los mensajes de la campaña.

Como se decidió que fueran los niños uno de los principales grupos a los que debía dirigirse la Campaña de Información Euro 2002, se ideó un proyecto específicamente diseñado para informar y hacer participar a la población infantil. Se organizó el concurso “¿Quieres ser una estrella del euro?”, para el que se distribuyeron más de siete millones de carteles con información sobre los billetes y monedas en euros en las escuelas primarias de la zona del euro. El cartel incluía un concurso tipo test para niños entre ocho y doce años, que figuraba también en la sección de niños de la página dedicada al euro en la dirección del BCE en Internet. Unos 300.000 niños participaron en el concurso y los 24 ganadores – dos de cada país de la zona del euro – fueron invitados a Francfort para recibir sus premios. Estos consistían en un juego completo de billetes en euros presentados en un estuche conmemorativo y un ordenador portátil, y fueron entregados por el presidente del BCE, en el transcurso de un acto

que se celebró, con presencia de la prensa, el 31 de diciembre.

Este acto atrajo a un gran número de representantes de los medios de comunicación y tuvo una importante cobertura informativa en prensa y televisión, al igual que había ocurrido al principio del 2001 y en los actos en que se hizo pública la apariencia definitiva de los billetes en euros, el 30 de agosto y aquel en que se lanzó, el 1 de marzo, el lema de la campaña, “el EURO. NUESTRA moneda”.

Plan de Colaboración

El objetivo principal perseguido por los BCN con este Plan era conseguir la colaboración de las organizaciones públicas y privadas, dentro y fuera de la zona del euro, que estuvieran interesadas en facilitar información sobre los billetes y monedas en euros a sus empleados y clientes, quienes recibirían, para ello, el material informativo de la campaña. A finales de año, el Eurosistema contaba con más de 3.000 colaboradores nacionales, europeos e internacionales. La mayor demanda de material, que podía adaptarse y llevar el logotipo del colaborador, se produjo tras hacerse públicos el aspecto definitivo y los elementos de seguridad de los billetes en euros el 30 de agosto. El Eurosistema y los colaboradores produjeron varios millones de carteles y folletos, cuya copia original fue incluida en la página web de la campaña.

En este marco de colaboración, los BCN distribuyeron maletines con material de formación para los profesionales que manejan efectivo. Cada uno de los aproximadamente 230.000 maletines distribuidos incluía un folleto con una descripción detallada e imágenes de las monedas y billetes y de sus elementos de seguridad, un vídeo y un CD-ROM con una presentación interactiva. Además, se distribuyeron más de 6 millones de folletos con información sobre los principales elementos de seguridad. Este material contenía un amplio programa de cursos de formación para expertos, quienes, a su vez, formaron a miles de profesionales que manejan efectivo

en distintos sectores financieros y minoristas. La actividad de formación fue organizada por los BCN, a escala nacional, y también fuera de la zona del euro.

La campaña tuvo su apogeo en el período previo al día €, y se prolongó hasta comienzos del 2002. La página web de la campaña se mantendrá todavía durante un cierto tiempo, antes de ser incluida en la dirección permanente del BCE en Internet.



España: **Almacenamiento de billetes en euros en plástico transparente en el Departamento de Emisión y Caja del Banco de España.**

Capítulo VII

Sistemas de pago y de liquidación de valores

El Eurosistema desempeña la tarea de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación, proporcionando los medios técnicos necesarios y ejerciendo la vigilancia de los sistemas de pago y de liquidación de valores en euros, en los que actúa como catalizador del cambio. En primer lugar, el Eurosistema gestiona el sistema automatizado trans-europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET) para los grandes pagos en euros, y ha creado un mecanismo que permita el uso transfronterizo de los activos de garantía, denominado modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC). En segundo lugar, el Eurosistema establece los estándares destinados a garantizar la eficiencia y solvencia de los sistemas de pago y de liquidación en euros, y vigila el cumplimiento de los mismos. En tercer lugar, el Eurosistema actúa como catalizador del cambio para promover la eficiencia de los sistemas de pago y la adaptación de las infraestructuras de pagos y de liquidación a las necesidades de la zona del euro.

I Operativa de los sistemas de pago y de liquidación del Eurosistema

I.1 El sistema TARGET

En el 2001, TARGET procesó casi el 75% del total de los importes de los grandes pagos en euros. En las operaciones intervinieron 1.569 participantes directos y más de 5.000 participantes indirectos.

TARGET siguió cumpliendo los objetivos para los que fue diseñado, es decir, ser un instrumento para la política monetaria del BCE, incrementar la eficiencia de los pagos transfronterizos en euros y ofrecer un mecanismo seguro y fiable para la liquidación de los pagos.

El 19 de noviembre de 2001 empezó a funcionar con toda fluidez la versión actualizada de TARGET 2001, que incluía ligeras modificaciones del software en relación con el formato de los datos de las órdenes de pago utilizadas en el sistema. En el Reino Unido, a finales de agosto del 2001 comenzó a operar el sistema *NewChaps*, que proporciona una plataforma informática común para los participantes en euros y libras esterlinas en dicho sistema RTGS. Por otro lado, el 5 de noviembre de 2001, el *Deutsche Bundesbank* puso en marcha con éxito el sistema RTGS^{plus}. Tras la introducción de este nuevo sistema, que es ahora el componente alemán de TARGET, y como paso adelante en la consolidación de la infraestructura de los sistemas de grandes pagos de la zona del euro, se cerró el sistema híbrido *Euro Access Frankfurt* (EAF). Además, el componente danés de TARGET fue susti-

tuido por el sistema KRONOS, que entró en funcionamiento el 19 de noviembre de 2001.

Operativa en 2001

En el 2001, el número medio de órdenes de pago nacionales y transfronterizas procesadas diariamente por TARGET ascendió a 211.282, por un importe total de 1.299 mm de euros, lo que representó un aumento del

Cuadro 14
Flujo de pagos en TARGET *)

Número de operaciones	2000	2001	Variación (%)
Todos los pagos			
Total	47.980.023	53.665.552	12
Media diaria	188.157	211.282	12
Pagos nacionales			
Total	37.811.112	42.166.173	12
Media diaria	148.279	166.009	12
Pagos transfronterizos			
Total	10.168.911	11.499.379	13
Media diaria	39.878	45.273	14
Importe, mm de euros	2000	2001	Variación (%)
Todos los pagos			
Total	263.291	330.031	25
Media diaria	1.033	1.299	26
Pagos nacionales			
Total	153.253	201.428	31
Media diaria	601	793	32
Pagos transfronterizos			
Total	110.038	128.602	17
Media diaria	432	506	17

*) Los días operativos en 2000 y 2001 fueron 255 y 254, respectivamente.

Cuadro 15
Días de máxima actividad en TARGET en el 2001

Número de operaciones		
Todos los pagos	380.146	28 Dic.
Pagos nacionales	318.173	28 Dic.
Pagos transfronterizos	63.159	20 Feb.
Importe, mm de euros		
Todos los pagos	2.040	28 Dic.
Pagos nacionales	1.479	28 Dic.
Pagos transfronterizos	751	29 Jun.

12%, en términos de número de operaciones, y del 26%, en términos de importes.

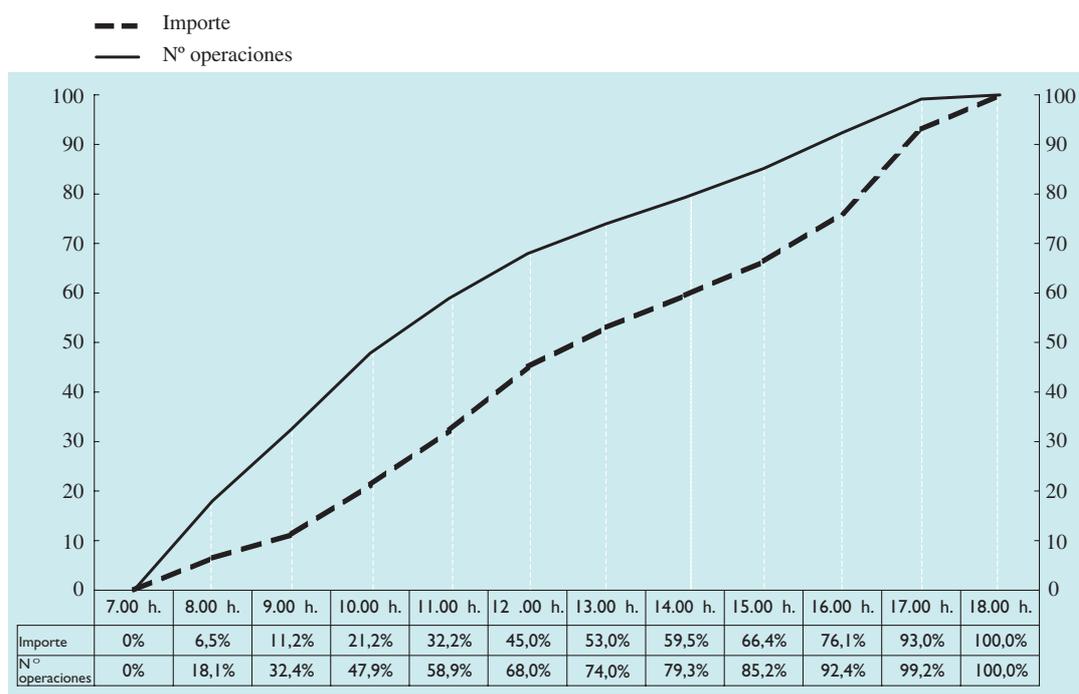
Los pagos transfronterizos supusieron el 39% del valor total de los pagos procesados y el 21,4% del número total de operaciones, mientras que en el año 2000 estos porcentajes fueron del 41,8% y 21,2%, respectivamente. Los pagos interbancarios representaron el 96,5% del importe y el 60,8% de las operaciones, correspondiendo el resto a pagos de clientes. El importe medio de los

pagos interbancarios transfronterizos fue de 17,7 millones de euros, mientras que el importe medio de los pagos transfronterizos de clientes fue de 1 millón de euros. En el cuadro 15 se presenta información sobre el día de máxima actividad en términos de operaciones y de importes.

Por lo general, los participantes en TARGET presentan los pagos a primera hora del día. A las 13 horas, más del 50% del valor de los pagos transfronterizos, y cerca del 75% del número de operaciones, han sido ya procesados por TARGET (véase gráfico 30). Ello contribuye sustancialmente al buen funcionamiento del sistema y a la reducción del riesgo de bloqueo en caso de problemas de liquidez al final del día.

Pueden obtenerse datos estadísticos más detallados en el apartado "TARGET" de la sección "Payment statistics", en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

Gráfico 30
Distribución intradía en porcentaje de los pagos transfronterizos procesados por TARGET en el 2001



Disponibilidad

La disponibilidad de TARGET siguió mejorando en el 2001. En efecto, el número de incidencias que supusieron caídas del sistema ocurridas en dicho año se redujo en un 8%, con respecto al 2000, con lo que la disponibilidad de TARGET alcanzó el 99,74% en diciembre. Se están revisando las medidas de contingencia de TARGET con el fin de incrementar su eficacia y de contribuir a facilitar la liquidación de los pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, en especial con vistas a la próxima puesta en marcha del *CLS Bank*.

Relaciones con los usuarios

En el año 2001, el BCE y los BCN mantuvieron un diálogo permanente con los usuarios de TARGET. Se celebraron regularmente reuniones de los grupos de usuarios nacionales de TARGET. Por otra parte, el BCE organizó dos reuniones del Grupo de contacto sobre estrategia de pagos en euros, en el que están representados el Eurosistema y los participantes en el mercado y cuya finalidad es facilitar el diálogo sobre distintos temas que incluyen las cuestiones relacionadas con TARGET. Todo ello hizo posible que los BCN y el BCE pudieran responder mejor a las necesidades de los participantes.

Otras cuestiones

En el año 2001, TARGET permaneció cerrado, además de los sábados y domingos, el día de Año Nuevo, el Viernes santo, el Lunes de Pascua, el 1 de mayo (día del Trabajo), el día de Navidad y el 26 de diciembre. Además, el sistema se mantuvo cerrado el 31 de diciembre de 2001, a fin de garantizar una conversión fluida al euro de los sistemas de pago al por menor y de los sistemas internos de las entidades de crédito. A partir del 1 de enero de 2002 se aplicará el calendario a largo plazo de TARGET. Para más detalles sobre este tema, puede consultarse el apartado "TARGET" de la sección "General information", en la dirección del BCE en Internet.

De acuerdo con su política de transparencia, el 26 de abril de 2001 el BCE publicó la Orientación BCE/2001/3 sobre TARGET. Este documento, que constituye el marco jurídico de TARGET, se puede consultar en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas L 140 de 24 de mayo de 2001 (véase el apartado "Publications" de la sección "Legal documents", en la dirección del BCE en Internet.

En mayo del 2001, el BCE publicó el primer Informe Anual de TARGET sobre la operativa del sistema en los años 1999 y 2000. El informe presenta un análisis de la actividad y del comportamiento técnico del sistema, además de señalar los principales avances y las perspectivas futuras.

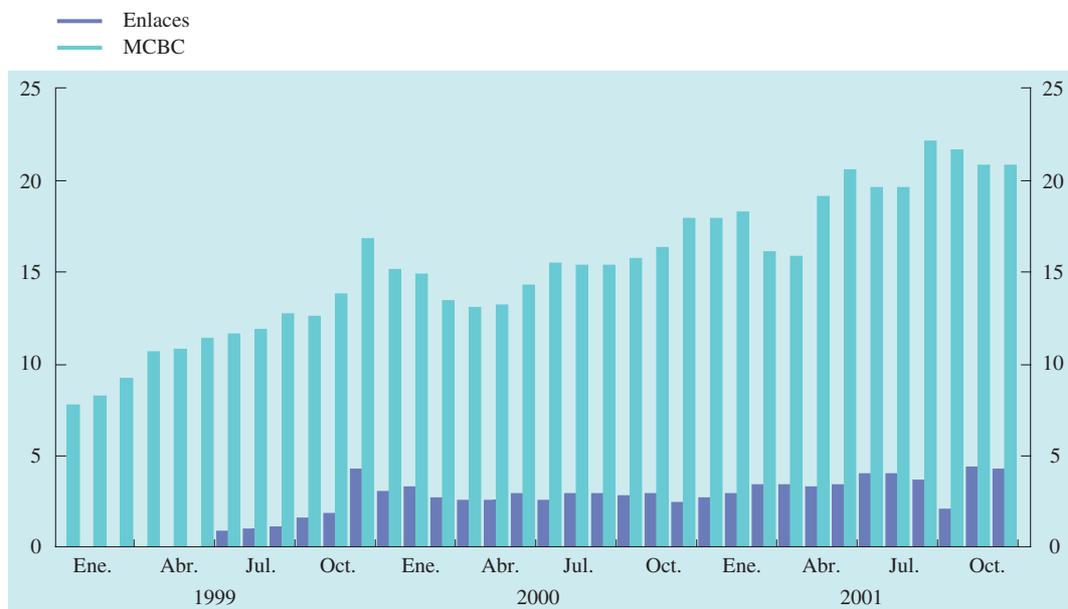
1.2 Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC)

El MCBC fue diseñado en las fases preparatorias de la Unión Monetaria para posibilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía por los participantes en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía. El MCBC se concibió como solución temporal, hasta que el mercado desarrollara sistemas alternativos.

En el 2001, el MCBC siguió siendo el principal instrumento para la entrega transfronteriza de activos de garantía al Eurosistema. Los activos de garantía en custodia en el MCBC se elevaron de 124 mm de euros a finales del 2000 a 157 mm de euros a finales del 2001. Los enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) son, actualmente, la única alternativa al MCBC para efectuar la transferencia de valores. Si bien se han establecido y admitido más de 60 enlaces entre los SLV para las operaciones del Eurosistema, su utilización ha sido limitada. El gráfico 31 muestra la evolución del uso transfronterizo de los activos de garantía a través del MCBC y de los enlaces, en términos de porcentajes sobre el total de activos de garantía entregados al Eurosistema.

Gráfico 3 I

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



En una encuesta realizada por el Eurosistema¹, los participantes en el mercado citaron dos factores principales como causas de la escasa utilización de los enlaces. En primer lugar, la entidad de contrapartida debe transferir al SLV nacional la parte de sus tenencias que se utilizará para las operaciones con el banco central, con el consiguiente despla-

amiento de su marco de liquidación habitual. En segundo lugar, los participantes en el mercado ya están familiarizados con los procedimientos del MCBC para la utilización de activos de garantía. La adopción de nuevos procedimientos exigiría una inversión, que podría no estar justificada si se produjera un proceso de concentración en el sector.

2 Vigilancia de los sistemas de pago

En febrero del 2001, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incluir los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes (principios básicos) en el conjunto de criterios mínimos aplicados por el Eurosistema en su política común de vigilancia de los sistemas de pago. Los principios básicos fueron elaborados por el Comité de sistemas de pago y de liquidación del G10 para ayudar a mantener la estabilidad financiera mediante el fortalecimiento de la infraestructura financiera. Se trata de una serie de principios, buenas prácticas y directrices que deberían seguirse en el diseño y el funcionamiento de los sistemas de pago y que definen los principales requisitos a los que

deberían responder todos los sistemas de pago sistémicamente importantes. En el desempeño de la tarea de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago que le atribuye el Tratado, el Eurosistema evaluará, antes de finales del año 2002, todos los sistemas de pago sistémicamente importantes de la zona del euro para comprobar si cumplen efectivamente los citados principios básicos.

En el 2001, a petición del BCE, el FMI elaboró unos informes sobre la observancia de los códigos y estándares para la zona del euro en

¹ "Cross-border use of collateral: a user's survey", BCE, febrero del 2001.

el contexto de su Programa de Evaluación del Sector Financiero. La participación del BCE en la elaboración de estos informes es prueba de su compromiso de cumplir los códigos y estándares internacionales y de “dar ejemplo” aplicándolos, pues el BCE está convencido de que el cumplimiento de los estándares y buenas prácticas acordadas a escala internacional es fundamental para reforzar el sistema financiero mundial y garantizar la estabilidad financiera.

En el ámbito de los sistemas de pago, la evaluación realizada por el FMI abarcó la transparencia de dichos sistemas y el cumplimiento de los principios básicos por parte de los dos sistemas de pago con implantación en toda la UE e importancia sistémica, es decir, TARGET

y el sistema Euro I de la Euro Banking Association². El FMI reconoció que el Eurosistema mantiene un alto nivel de transparencia en su política de sistemas de pago y que TARGET ha cumplido plenamente los objetivos para los que fue creado y que satisface ampliamente las necesidades del mercado. TARGET está en total concordancia con seis de estos principios, cumple, en gran medida o en parte, los requisitos de otros tres y el restante principio básico no le es aplicable. En la actualidad, el Eurosistema centra su atención en mejorar el grado de cumplimiento de los principios básicos que TARGET no cumple todavía íntegramente (para más detalles, véase el recuadro 9 en el capítulo V). El sistema Euro I, que está bajo la vigilancia del BCE, cumple totalmente todos los principios básicos.

3 Sistemas de grandes pagos

3.1 Otros sistemas de grandes pagos en euros

En el 2001, los cinco sistemas de liquidación neta de grandes pagos en euros siguieron funcionando eficazmente. Estos sistemas son: Euro I de la EBA; *Euro Access Frankfurt* (EAF), en Alemania; *Paris Net Settlement* (PNS), en Francia; Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI), en España; y *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä* (POPS), en Finlandia. El 5 de noviembre de 2001, al ponerse en marcha el sistema RTGS^{plus}, el nuevo componente alemán de TARGET, se cerró el sistema EAF.

Estos sistemas de grandes pagos en euros han resultado ser una buena alternativa a TARGET para procesar determinados tipos de pagos. En el 2001, el mayor de los citados sistemas, Euro I, procesó unas 113.000 operaciones diarias por un valor medio diario de 205 mm de euros. En conjunto, los cinco sistemas procesaron aproximadamente el mismo número de operaciones que TARGET, aunque el importe fue de un tercio con respecto a este, debido a que, además de los pagos por operaciones de política monetaria, TARGET canaliza también normalmente pagos

de muy elevada cuantía por operaciones del mercado monetario, en los que el factor tiempo es un elemento crítico.

Si bien, en el 2001, los pagos interbancarios representaron más del 80% del importe procesado por estos cinco sistemas de grandes pagos, la proporción de pagos al por menor de clientes se elevó en todos los sistemas. En términos de operaciones, más de la mitad de los pagos procesados fueron pagos de clientes por importes usualmente inferiores a los 50.000 euros, dada la menor utilización de la correspondencia bancaria a favor de los sistemas de pago, en respuesta a una mayor exigencia de eficiencia de los sistemas de pagos transfronterizos al por menor en la zona del euro.

3.2 Sistema de liquidación continua

El sistema de liquidación continua está diseñado para proporcionar servicios de liquidación de operaciones del mercado de divisas,

² Las evaluaciones fueron publicadas por el FMI en octubre del 2001 y pueden consultarse en la dirección en Internet de dicha organización (<http://www.imf.org>).

utilizando un mecanismo de pago contra pago a través del *CLS Bank*, un banco privado constituido en Nueva York. El sistema de liquidación continua es la respuesta del sector privado a la exigencia de los bancos centrales respecto a la reducción de riesgos en la liquidación de operaciones del mercado de divisas. Tras producirse algún retraso en el desarrollo del sistema, está previsto que el *CLS Bank* empiece a operar con siete monedas a mediados del 2002.

Tal como viene contemplado en el marco de cooperación en la supervisión establecido en el Informe Lamfalussy³, la Federal Reserve ha asumido la responsabilidad principal de vigilar el sistema de liquidación continua y ha hecho participar en el diseño del sistema a los bancos centrales de los países en los que circulan las demás monedas participantes. Con arreglo a la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores, la autoridad competente será el Bank of

England. Dado que el euro será una de las primeras monedas participantes, el Eurosistema ha seguido de cerca el desarrollo del sistema, en colaboración con el *CLS Bank* y con los demás bancos centrales que vigilan el sistema. Por otro lado, en el 2001 se reunieron representantes del Eurosistema con los accionistas de la zona del euro del sistema de liquidación continua en dos ocasiones, para tratar una serie de cuestiones relacionadas con la gestión de la liquidez y el funcionamiento del sistema. El SEBC y el sistema bancario han formulado conjuntamente unas recomendaciones en relación con los pagos en euros en el sistema de liquidación continua. Estas recomendaciones, que se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet, hacen hincapié en que las entidades de crédito deberían preparar los pagos al *CLS Bank* lo más pronto posible por la mañana, con el fin de disponer del tiempo suficiente para hacer frente a situaciones de contingencia y, por otra parte, que debería darse prioridad absoluta a dichos pagos.

4 Sistemas de pago al por menor

4.1 Cambio definitivo al euro en los sistemas de pago al por menor

En el transcurso del 2001, el Eurosistema fue examinando los preparativos de los sistemas de pago al por menor para operar en euros desde comienzos del 2002, no previendo que se plantearan grandes problemas para dichos sistemas ni para los medios no monetarios de pago, aunque en algunos países no estaba totalmente acabada la adaptación de los cajeros automáticos y de los terminales de los puntos de venta. Todas las cuestiones se resolvieron satisfactoriamente antes del cambio definitivo al euro. Para más información sobre la introducción de la nueva moneda, véase el capítulo VI.

4.2 Servicios de pagos transfronterizos al por menor

Para conseguir el objetivo de crear una zona única de pagos en euros, el Eurosistema siguió actuando en el 2001 como catalizador de las mejoras dirigidas a conseguir unos servicios de pagos transfronterizos al por menor tan seguros, económicos y eficientes como los facilitados por los pagos nacionales. En un artículo publicado en el *Boletín Mensual* de febrero del 2001, titulado "Hacia un nivel de servicios uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro", el BCE confirmó los objetivos establecidos en el informe "Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem's view", publicado en 1999. El BCE organizó varias reunio-

³ "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", BPI, noviembre de 1990.

nes y colaboró activamente con las entidades de crédito, los gestores de los sistemas de pago y las Asociaciones Europeas del Sector Crediticio para facilitar el cumplimiento en el 2002 de los objetivos establecidos en el informe de 1999. En el informe “*Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*”, publicado en noviembre del 2001, el Eurosistema analizó las distintas maneras de eliminar los obstáculos que incrementan los costes de las transferencias transfronterizas de pagos, proponiendo a las entidades de crédito varias opciones técnicas para mejorar la eficiencia de la infraestructura interbancaria para las transferencias transfronterizas al por menor. El informe recomienda un plan de actuación para que las entidades de crédito reduzcan, antes de finales del 2004, el precio de los pagos transfronterizos hasta el nivel del de los pagos nacionales.

La persistencia de las elevadas comisiones por transferencias transfronterizas al por menor ha llevado a la adopción del Reglamento (CE) n.º 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros. Con arreglo al citado Reglamento, las comisiones cobradas por una entidad por pagos transfronterizos de hasta 12.500 euros (50.000 euros a partir del 1 de enero de 2006) serán iguales que las que cobra la misma entidad por pagos nacionales. El Reglamento se aplicará a los pagos por tarjeta y a las retiradas de efectivo en cajeros automáticos a partir del 1 de julio de 2002, y a las transferencias transfronterizas a partir del 1 de julio de 2003. En octubre del 2001, el BCE emitió un Dictamen sobre el proyecto de Reglamento, en el que señalaba que compartía el objetivo general del mismo, aunque expresaba sus reservas respecto a las posibles repercusiones negativas de un reglamento.

4.3 Iniciativas de la Asociación Bancaria del Euro (EBA)

En noviembre del 2000, la EBA puso en marcha un sistema denominado STEP 1 (acrónimo del sistema *Straight-Through Euro Processing*)

para los pagos de clientes de importe reducido. El número de entidades adheridas a pasó de 21, cuando se implantó el servicio, a 65 a finales del 2001. Por otro lado, tanto el número de pagos procesados por el sistema como su importe se triplicaron, hasta alcanzar más de 7.100 operaciones diarias, por un importe medio diario de 79,3 millones de euros.

En el 2001, la EBA presentó un proyecto de sistema interbancario común a escala europea para procesar los pagos al por menor. El nuevo sistema, denominado STEP 2, desarrolla el sistema STEP 1 y responde al objetivo del Eurosistema de mejorar los servicios transfronterizos al por menor en la zona del euro. El sistema STEP 2 proporcionará un servicio automatizado de procesamiento, que clasificará los ficheros agregados de pagos de cada ordenante en ficheros separados para cada beneficiario. Estos ficheros de pagos se liquidarán a través de un banco participante en el sistema de grandes pagos Euro 1. La EBA tiene previsto poner en marcha el sistema STEP 2 en diciembre del 2002.

4.4 Dinero, comercio y pagos electrónicos

En el 2001, el Eurosistema se interesó por la evolución reciente de los pagos electrónicos (es decir, los pagos que se realizan por Internet), impulsada por la expansión del comercio electrónico y otras iniciativas, con el fin de determinar si y en qué medida las funciones tradicionales de los bancos centrales respecto a los sistemas y los instrumentos de pago, es decir, el mantenimiento de la estabilidad sistémica, el fomento de la eficiencia y de la seguridad y la protección del mecanismo de transmisión de la política monetaria, se veían afectadas por estos nuevos avances. Dado que la confianza (seguridad jurídica, de las operaciones, etc.) es fundamental para el comercio electrónico, el Eurosistema ha empezado a analizar aquellos servicios, ofrecidos en un entorno de redes abiertas, que se basan en dicha confianza. En el ámbito de los sistemas de pago destacan

las posibles aplicaciones de la Infraestructura de Clave Pública o PKI (*Public Key Infrastructure*).

Asimismo, el Eurosistema continuó realizando un estrecho seguimiento del desarrollo de los sistemas de dinero electrónico y de sus implicaciones para los bancos centrales, analizando, en particular, los distintos métodos de seguridad técnica de dichos sistemas desde el punto de vista de la vigilancia. El BCE

está planteándose si su informe sobre el dinero electrónico de 1998 y, concretamente, el tercer requisito mínimo que figura en el mismo, podría ampliarse para establecer un marco común de seguridad técnica para los sistemas de dinero electrónico. Se está prestando especial atención a las iniciativas del mercado, de las que pueden derivarse objetivos y exigencias de seguridad con independencia de la tecnología utilizada.

5 Sistemas de compensación y liquidación de valores

El Eurosistema tiene interés en que los sistemas de compensación y liquidación de valores operen correctamente, dado que el funcionamiento inadecuado de estos sistemas podría tener repercusiones sobre dos de las principales responsabilidades de los bancos centrales, garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago y la ejecución de la política monetaria. Por otro lado, algunos BCN gestionan sistemas de liquidación de valores (SLV) o están explícitamente a cargo de su vigilancia.

En principio, las operaciones con valores acordadas entre dos partes dan lugar, por un lado, a la entrega de los valores y, por otro, al pago correspondiente. Esas actividades son realizadas por instituciones centrales, como los SLV. En ocasiones, las cámaras de compensación efectúan previamente el cálculo de las obligaciones de los participantes en los SLV. Las cámaras de compensación que se interponen como comprador frente al vendedor y como vendedor frente al comprador se denominan entidades de contrapartida central. Toda perturbación que se produzca en los SLV puede impedir el buen funcionamiento de los mercados financieros y, con la implantación de los mecanismos de entrega contra pago, estas incidencias se transmiten automáticamente al sistema de pago. Todas las operaciones de crédito del Eurosistema se realizan con garantía y su ejecución depende de la entrega a tiempo de los activos cuya transferencia y liquidación corre, principalmente, a cargo de estas instituciones.

5.1 Compensación

El Eurosistema ha estado realizando un estrecho seguimiento y un análisis del proceso de consolidación en la compensación mediante una entidad de contrapartida central, dadas las posibles implicaciones para la correcta ejecución de las operaciones de política monetaria, el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación y la estabilidad de los mercados financieros en general. El proceso de consolidación⁴ añade complejidad al tema: por una parte, una entidad de contrapartida central podría ayudar a mejorar la eficiencia de la compensación y la liquidación de los valores; por otra, las posibles consecuencias para el sistema de la quiebra de una entidad de contrapartida central se acrecentarían con su tamaño. En este contexto, se imponen una serie de consideraciones. El 27 de septiembre de 2001, el BCE dio a conocer la política del Eurosistema en relación con la consolidación de la compensación mediante una entidad de contrapartida central, destacando los aspectos que se citan a continuación.

En primer lugar, es fundamental establecer estándares efectivos de gestión de riesgos para las entidades de contrapartida central.

⁴ Puede realizarse la consolidación de distintas maneras, tales como interoperabilidad, alianzas, participación de empresas y fusiones.

Además, las áreas monetarias han desarrollado tradicionalmente sus propias infraestructuras nacionales en términos de sistemas de pago, sistemas de liquidación de valores, bolsas de valores, etc. A este respecto, es importante distinguir entre entidades de contrapartida “domésticas” e “internacionales”. Una entidad de contrapartida “doméstica” opera, principalmente, con activos denominados en una moneda. El ámbito geográfico natural de cualquier infraestructura de mercado que opera, principalmente, con valores y derivados financieros denominados en euros es la zona del euro. Dada la potencial trascendencia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, esta infraestructura “doméstica” debería estar localizada en la zona del euro. Además, la existencia de una infraestructura doméstica no debería impedir la aparición de infraestructuras “internacionales”, que operen al mismo tiempo con distintas monedas, incluido el euro.

Además, la consolidación en la compensación mediante una entidad de contrapartida central podría no sólo facilitar la integración, sino ayudar también a reducir el coste de la compensación por medio de las economías de escala y las externalidades de red. A menos que existan claros indicios de fallos de mercado, la consolidación en la compensación mediante una entidad de contrapartida central debería estar dirigida por el sector privado, aunque las autoridades públicas pueden contribuir, eliminando barreras injustas a la integración y la competencia, tales como los impedimentos legales y la falta de normalización.

Por otro lado, el Eurosistema tiene interés en que los mercados dispongan de una estructura eficiente. Cualquiera que sea su arquitectura final, es fundamental que los participantes en el mercado tengan libre acceso a todos los sistemas a lo largo de la “cadena de valor” (es decir, negociación, compensación y liquidación).

Por último, el Eurosistema apoya la cooperación en el área de la compensación mediante una entidad de contrapartida central en el

ámbito global y debería participar en el seguimiento de los sistemas multivisa internacionales que negocian con euros.

5.2 Liquidación

En 1998, el Eurosistema adoptó una serie de estándares para los SLV y los enlaces entre SLV, que éstos han de cumplir para poder ser utilizados en las operaciones de crédito del SEBC. Estos criterios evitan que se asuman riesgos indebidos en la ejecución de las operaciones de crédito, garantizando un nivel de seguridad común para la liquidación de valores en relación con la entrega de activos de garantía. La evaluación de los SLV y de sus enlaces para determinar su nivel de cumplimiento con los estándares se realiza periódicamente. El 3 de julio de 2001, el Consejo de Gobierno aprobó cinco nuevos enlaces entre los SLV, con lo que el número total de enlaces actualmente admitidos se eleva a 66. Los nuevos enlaces son los de SCLV (España) con Negicef (Países Bajos), Negicef con SCLV, Euroclear (Bélgica) con Crest (Reino Unido), Crest con Euroclear y Monte Titoli (Italia) con Clearstream (Luxemburgo).

Algunos SLV participan en procesos de consolidación transfronteriza. No obstante, aparte del traspaso a Euroclear en diciembre de 2000 de la función de liquidación que realizaba previamente el *Central Bank of Ireland Securities Settlement Office*, estos acuerdos no se han traducido todavía en una reducción del número de sistemas en Europa.

5.3 Cooperación con el Comité de Reguladores Europeos de Valores

En octubre del 2001, el Consejo de Gobierno y el Comité de Reguladores Europeos de Valores acordaron trabajar conjuntamente en cuestiones de interés común en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores. El objeto de esta cooperación es establecer estándares y/o recomendaciones en el ámbito europeo. Un enfoque común contribuirá a garantizar la igualdad de condi-

ciones para los proveedores de servicios de compensación y liquidación de valores y a superar la considerable heterogeneidad existente en los marcos legislativos de los países europeos.

El informe titulado “*Recommendations for Securities Settlement Systems*”, publicado en noviembre del 2001 por el Grupo Conjunto de Trabajo del Comité de Sistemas de Pago y

de Liquidación (CPSS) de los bancos centrales del G10 y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), se aplica a los SLV tanto de los países industrializados como de los países en vía de desarrollo. Se ha considerado como un buen punto de partida para evaluar la necesidad de adoptar recomendaciones más precisas a escala europea.

6 Cooperación con los países candidatos y otras actividades

6.1 Cooperación con los países candidatos a la UE

El Eurosistema siguió reforzando la cooperación con los países candidatos a la UE en el ámbito de los sistemas de pago y de liquidación. Se establecieron nuevos contactos bilaterales, que incluyeron conferencias y charlas, y relaciones de trabajo con los bancos centrales de los países candidatos, que se mantuvieron a lo largo del año. El BCE organizó una reunión multilateral, en la que participaron representantes de los bancos centrales de todos los Estados miembros de la UE y de los países candidatos. Como continuación a la reunión, el BCE elaboró, en colaboración con dichos bancos centrales, una documentación completa que serviría de guía para el proceso de adhesión en el ámbito de los sistemas de pago y de liquidación.

El BCE participó en la organización de la conferencia de la Asociación de Centrales Depositarias de Valores de Países de Europa Central y Oriental sobre los sistemas de liquidación de valores de dichos países, que se celebró en Budapest en marzo del 2001. La conferencia reunió a representantes de los bancos centrales, de los reguladores de valores y de las centrales depositarias de valores.

El BCE organizó, entre el 3 y el 5 de septiembre de 2001, un seminario sobre sistemas de pago para los bancos centrales de los países candidatos, otros países de Europa oriental, el Mediterráneo, Asia central y el Medio Oriente. En el seminario se ofreció a los par-

ticipantes una panorámica de los sistemas de pago y de liquidación de valores de la UE, y se les informó sobre las actividades del Eurosistema en el ámbito de dichos sistemas.

Asimismo, el BCE colaboró estrechamente con la Comisión Europea en las visitas de trabajo que delegaciones de los países candidatos realizaron a dicha institución. Durante estas visitas se trataron cuestiones prácticas relacionadas con la aplicación de las Directivas y Recomendaciones de la CE sobre los sistemas de pago y de liquidación en la legislación nacional de los países candidatos.

Por otro lado, se inició la elaboración de una versión actualizada del informe de 1999 titulado “*Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union*”, el denominado “*Accession Country Blue Book*”. Este informe, cuya publicación está prevista para el segundo semestre del 2002, será una guía descriptiva actualizada de los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores de los países candidatos, que incluirá datos estadísticos.

Para más información sobre las relaciones del BCE con los países candidatos, véase el capítulo V.

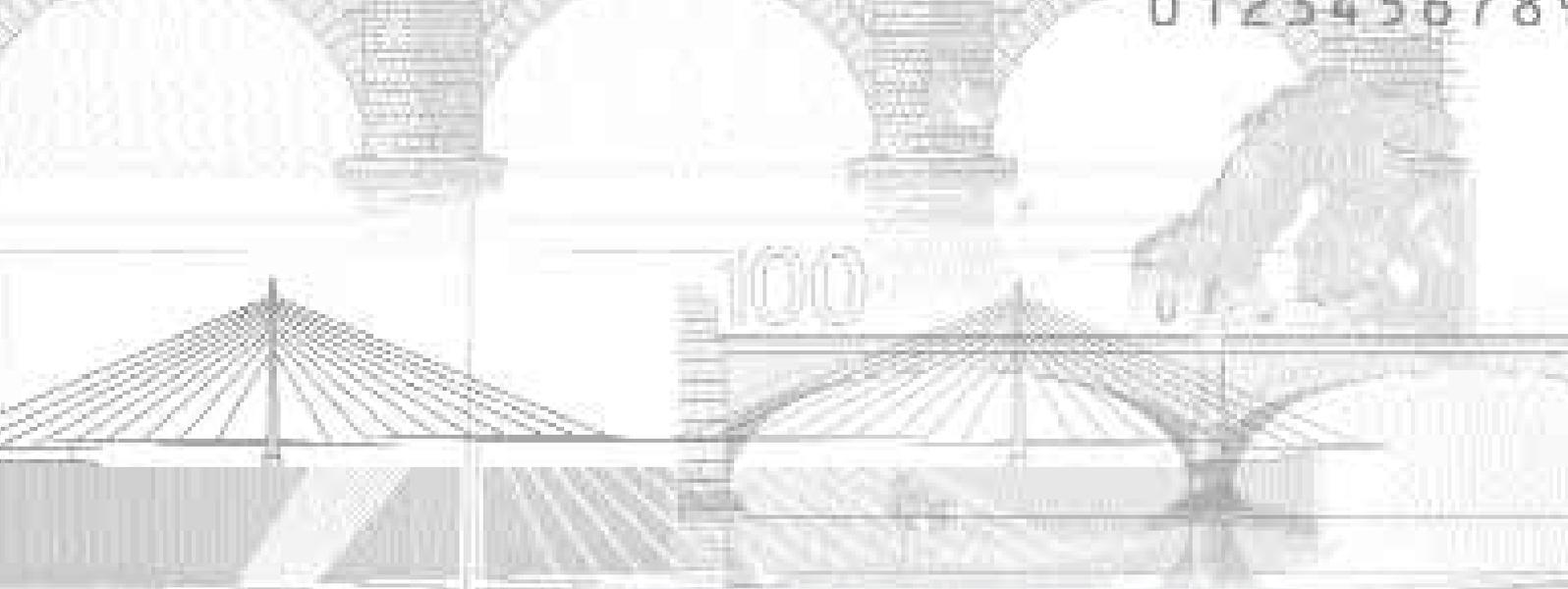
6.2 Otras actividades

El 7 de febrero de 2001, el BCE organizó una conferencia titulada “Cómo establecer una infraestructura nacional para los pagos al por

menor en la zona del euro”. La conferencia, que tenía por objeto fomentar un enfoque estratégico común en el ámbito de la zona del euro ante el desarrollo de los pagos al por menor, sirvió para concienciar a los participantes en el mercado del papel que pueden desempeñar para contribuir a crear una nueva infraestructura para los pagos al por menor en la zona única de pagos.

En junio del 2001, el BCE publicó la tercera edición del informe titulado *“Payment and securities settlement systems in the European*

Union”, también conocido como el *“Blue Book”*, que contiene una descripción actualizada de los principales sistemas de pago y de liquidación de valores que operan en los Estados miembros de la Unión Europea, junto con información estadística. En un nuevo capítulo referido a la zona del euro, se describen las características de los sistemas de pago y de liquidación de valores que son comunes o que guardan relación con la zona del euro en su conjunto, así como el marco jurídico y reglamentario de la UE, centrándose en el papel del BCE y del Eurosistema.



Portugal: **Transporte de monedas en euros con una máquina reductora.**



Capítulo VIII

Estabilidad financiera y supervisión prudencial

I Marco institucional para la estabilidad financiera y la supervisión prudencial

El marco institucional para la supervisión prudencial ha sido revisado o debatido recientemente en varios Estados miembros. En algunos casos, las propuestas contemplaban reducir el papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial y conferir una responsabilidad mayor a organismos de supervisión independientes. No obstante, en la actualidad, en diez de los doce países de la zona del euro, los bancos centrales nacionales (BCN) o bien son directamente responsables de la supervisión prudencial, o tienen estrechos vínculos institucionales con el organismo de supervisión independiente, o participan activamente en la ejercio de las funciones de supervisión. El Eurosistema está claramente a favor de mantener e, incluso, de reforzar el papel de los BCN en la supervisión prudencial. Esta postura, que se ha manifestado públicamente¹, se basa en la valoración de los principales cambios registrados en el marco institucional y en los mercados financieros por la introducción del euro.

Dos de los principales argumentos a favor de asignar responsabilidades en materia de supervisión a un organismo independiente del banco central pierden fuerza en el marco institucional de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En primer lugar, la supuesta posibilidad de conflictos de intereses entre los objetivos de supervisión y de política monetaria es menor en el seno del Eurosistema. Al haber dejado de coincidir el ámbito monetario – la zona del euro – con el ámbito de la supervisión – las entidades y los mercados nacionales –, no puede surgir ningún conflicto a escala nacional, dado que los BCN ya no tienen ningún control directo sobre la creación de dinero. En segundo lugar, también pierde validez el argumento de que la atribución de ambas funciones a una misma autoridad daría lugar a una concentración excesiva de poder, puesto que las decisiones de política monetaria son adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE y no quedan bajo el control exclusivo de los BCN. Por el contrario, se han visto reforzados los argu-

mentos a favor de conferir a los bancos centrales la responsabilidad de la supervisión. La UEM ha modificado la naturaleza y el alcance del riesgo sistémico, por lo que ha aumentado la probabilidad de que perturbaciones originadas o canalizadas por los mercados mayoristas y de capitales o sus infraestructuras traspasen las fronteras nacionales. La contribución del Eurosistema a la vigilancia y al control del riesgo sistémico en el ámbito de la zona del euro se potenciará si los BCN participan más en la supervisión prudencial. A su vez, en el ejercicio de sus funciones de supervisión prudencial, los BCN se beneficiarían del conocimiento de los mercados monetarios y de valores de la zona del euro y de sus infraestructuras que les proporciona su pertenencia al Eurosistema. Además, la tendencia hacia la internacionalización de las actividades financieras y la constitución de conglomerados plantea problemas importantes en cuanto al riesgo sistémico que generan las entidades multinacionales de gran tamaño y complejidad. Por consiguiente, un marco institucional en el que el Eurosistema sea responsable de la política monetaria y los BCN tengan amplias funciones de supervisión en los mercados nacionales, y en el que la cooperación se vea reforzada en el ámbito de la zona del euro, parece ser el más apropiado para hacer frente a los cambios impulsados por la introducción del euro. Estos argumentos se exponen también en los Dictámenes sobre los proyectos de ley relativos al marco institucional de la supervisión financiera en Austria y en Alemania, emitidos por el BCE de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado².

En la UE está también en curso un debate sobre el marco institucional para la estabilidad financiera. El Comité Económico y Financiero ha efectuado el seguimiento de la aplicación de las recomendaciones formuladas en

¹ Véase Banco Central Europeo, "The role of central banks in prudential supervision", marzo del 2001.

² Véase la sección "Publications – Legal documents" de la página del BCE en Internet.

el informe titulado “*Report on Financial Stability*”, publicado en abril del 2000, en el sentido de mejorar el funcionamiento de los mecanismos de estabilidad financiera a través de una mayor cooperación. El comité examinó, asimismo, la cuestión de la gestión de las crisis financieras, que no había sido tratada de forma específica en el citado informe. El resultado de este trabajo viene recogido en el informe titulado “*Report on Financial Crisis Management*”, publicado en abril del 2001, en el que se reconoce que los comités de supervisión y las autoridades nacionales de la UE han realizado avances significativos en la aplicación de las mencionadas recomendaciones, y se insta a los interesados a mejorar todavía más el funcionamiento de los mecanismos institucionales existentes. Por otro lado, el informe recomienda reforzar la cooperación para garantizar la gestión eficaz de las crisis mediante las medidas siguientes: i) las grandes entidades y grupos deberían tener información precisa en breve plazo sobre su situación financiera, realizar pruebas de tensión, adoptar planes de contingencia para hacer frente a escenarios específicos de crisis, y compartir periódicamente dicha información con las autoridades supervisoras

competentes y los bancos centrales; ii) eliminación de cualquier impedimento legal que esté obstaculizando el oportuno intercambio de información entre supervisores, BCN y demás autoridades competentes; iii) acuerdo sobre el supervisor que coordinará en los casos de grandes entidades financieras, incluidos conglomerados; iv) mayor desarrollo de protocolos de cooperación para acordar los temas relativos a la gestión de las crisis y el previo acuerdo sobre los procedimientos de intercambio de información en casos de crisis; v) establecimiento, por parte de las autoridades responsables en materia de competencia, de procedimientos rápidos y eficaces para tener en cuenta las implicaciones que las medidas de gestión de crisis puedan tener para la competencia. El Eurosistema comparte plenamente la valoración efectuada en el informe e insta encarecidamente a que se apliquen cuanto antes sus recomendaciones. A estos efectos, el Comité de Supervisión Bancaria ha trabajado en colaboración con el Grupo de Contacto para establecer mecanismos de cooperación e intercambio de información entre las autoridades de supervisión y los bancos centrales en situaciones de crisis.

2 Estructura, evolución y riesgos del sector bancario

En el transcurso del 2001, el Comité de Supervisión Bancaria ha intensificado el seguimiento de la evolución del sector bancario en el ámbito de la UE y de la zona del euro, desarrollando su labor en dos direcciones principales. En primer lugar, se ha empezado a realizar un análisis periódico y exhaustivo de los cambios estructurales más significativos registrados en el sector bancario. Este análisis, que se llevará a cabo con periodicidad anual, debería poner de manifiesto cambios estructurales importantes que requieran la atención y la respuesta de los bancos centrales y de los organismos de supervisión. En este contexto, el Comité ha seguido examinando una serie de aspectos específicos, tales como las relaciones entre entidades de crédito y clientes en los servicios ligados a la financiación empresarial, y la

evolución de la situación y gestión de la liquidez de las entidades. En segundo lugar, se ha ampliado el análisis macroprudencial de la estabilidad del sector bancario, en términos de metodologías y de alcance temático. Han comenzado los trabajos sobre métodos aplicables a la evaluación del riesgo de crédito de las entidades de crédito frente a distintos sectores industriales y al análisis de las pruebas de tensión. Entre los temas considerados merece reseñarse la determinación de las provisiones para insolvencias de estas entidades a lo largo de los ciclos económicos. Se describen a continuación los cambios estructurales más significativos que se han producido en el sector bancario y los principales factores que han afectado a su solidez.

Cambios estructurales

El sector bancario viene experimentando una evolución que muestra tendencias a largo plazo.

En primer lugar, en el 2001, en la mayor parte de los países de la UE ha continuado el proceso de concentración bancaria. Los grandes bancos han sido los principales protagonistas, reforzando su posición en los mercados nacionales o esforzándose por conseguir un tamaño suficiente para integrar las actividades en los mercados mayoristas y de capitales y competir en el ámbito de la zona del euro en varias áreas (por ejemplo, gestión de activos, aseguramiento y negociación). Como puede observarse en el cuadro 16, tanto el número como el importe medio de las fusiones efectuadas se han elevado sensiblemente en los últimos años. Por su parte, en muchos países, las entidades de crédito de tamaño pequeño y mediano han continuado su proceso de reestructuración.

En consecuencia, ha seguido aumentando la concentración bancaria a escala nacional en la mayor parte de los países. En el ámbito de la UE, desde 1990 hasta 2001, la participación media de la actividad bancaria nacional controlada por los cinco principales bancos (CR5) ha pasado del 50% al 60%, aproximadamente. La participación creciente de los grandes bancos en el proceso de concentración, que se ha intensificado notablemente desde 1997, ha acelerado los cambios estructurales. Sin embargo, siguen existiendo diferencias considerables entre los países. Los países escandinavos registran un CR5 del orden del 70% al 90%, mientras que en Alemania, que tiene el sistema bancario más disperso, esta cifra se sitúa en torno al 20%. La concentración ha aumentado también en la banca de inversión, en la que los grandes bancos de la UE han realizado cuantiosas inversiones en los últimos años para poder responder al fuerte incremento de la demanda de servicios de banca de inversión, impulsado por la expansión de los mercados de capitales europeos. La creciente importancia de la banca de inversión se refleja en la estructura de ingre-

so de las entidades de crédito de la UE. En el 2000, los ingresos distintos de intereses, una de las principales fuentes de recursos de la banca de inversión, representaron el 52% de los ingresos netos totales, frente a menos del 30% en 1996. En este campo, la concentración ha sido propiciada por el deseo de conseguir una mayor presencia a escala internacional y de ofrecer una amplia gama de servicios. El sector se está polarizando cada vez más, ya que los bancos de inversión de tamaño mediano han tenido que elegir entre limitarse a tener un nicho de mercado, unirse a otras entidades o retirarse del sector. Esta tendencia se ha visto reforzada por la mala situación económica generada por la fuerte corrección del mercado de renta variable, manifestada a partir del segundo semestre del 2000. Una desaceleración pronunciada de la actividad en los mercados primarios de capital y, en concreto, de la emisión de acciones, dió lugar a una reducción importante de los beneficios de la banca de inversión en el año 2001.

En segundo lugar, está produciéndose un proceso de internacionalización tanto dentro como fuera de la UE, que parece estar ligado al aumento de la competencia a escala nacional y a unas perspectivas de crecimiento más favorables en los mercados exteriores. Muchas entidades de crédito han preferido extender sus actividades a países vecinos o países con idioma y cultura similares, creando actividades bancarias "regionales". Por ejemplo, los bancos griegos han iniciado su expansión en los Balcanes, los bancos escandinavos en el norte y el Báltico, y los bancos españoles en América Latina. Los bancos de Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos e Italia se han orientado hacia Europa central y oriental. En el ámbito de la UE se han realizado varias operaciones transfronterizas importantes, que han atribuido un mayor peso al componente no nacional de los sistemas bancarios de distintos países. Los datos agregados muestran también un aumento de la magnitud de las fusiones y adquisiciones transfronterizas (véase cuadro 16).

En tercer lugar, están constituyéndose *conglomerados financieros* en varios países, como refleja el número bastante elevado de operaciones intersectoriales respecto al total de fusiones y adquisiciones en las que participaron entidades de crédito de la UE (véase cuadro 16). Normalmente, los conglomerados suponen la creación de grupos de bancos, tendencia que, a su vez, ha estado favorecida por la reforma de los sistemas nacionales de pensiones que ha incrementado el potencial de inversión de los fondos de pensiones y las sinergias que conlleva la distribución de distintos productos financieros. Una alternativa a los vínculos de propiedad han sido los acuerdos de distribución, generalmente a través de las sucursales de las entidades de crédito que permiten recuperar parte de los costes de mantenimiento de sus extensas redes. Recientemente, el número de fusiones de entidades de crédito con sociedades de valores ha aumentado, para aprovechar el desarrollo de los mercados de capitales.

En cuarto lugar, al *difuminarse las líneas divisorias tradicionales* entre banca, seguros y gestión de activos, van surgiendo productos financieros cada vez más “híbridos”, tales como los contratos de seguros, cuyo rendimiento está ligado al de las participaciones en fondos de inversiones. En cuanto a los clien-

tes comerciales, las entidades de crédito han ampliado su papel tradicional de proveedores de crédito, incluyendo el aseguramiento, el asesoramiento y la reestructuración empresarial. Si bien la “banca personalizada” sigue siendo importante en todos los países, está siendo sometida a la creciente presión de la competencia internacional. Por ejemplo, las empresas han empezado a solicitar ofertas de los bancos internacionales o a utilizar distintos bancos para operaciones específicas.

Por último, las entidades de crédito están utilizando cada vez más *canales de distribución* alternativos para reducir los costes y llegar a nuevos clientes. Aunque las sucursales continúan siendo el canal principal, las entidades bancarias están recurriendo de forma creciente a intermediarios independientes o a sistemas de franquicia. Internet acabará cambiando profundamente la manera en que las entidades de crédito se relacionan con sus clientes. Sin embargo, en la mayor parte de los países de la UE, las entidades están desarrollando una estrategia basada en múltiples canales, que combina la red de sucursales tradicional con Internet. Hasta la fecha, la mayor difusión de la banca por Internet se ha producido en la negociación de valores y en otros servicios de depósito normalizados. En la UE, el desarrollo de la banca por Internet ha sido

Cuadro 16

Fusiones y adquisiciones en las que participan entidades de crédito de la UE

	1990-1997	1998-2001	1990-2001
Importe total (millones de euros)	201.739	333.664	535.404
(% del total)	38	62	100
del cual (%):			
Nacionales/intrasectoriales	61	66	64
Nacionales/intersectoriales	17	14	15
Transfronterizas/intrasectoriales	8	13	12
Transfronterizas/intersectoriales	14	7	9
Importe medio (millones de euros)	412,6	1.174,9	729,8
Nacionales/intrasectoriales	475,8	1.345,9	861,6
Nacionales/intersectoriales	310,5	1.131,1	549,1
Transfronterizas/intrasectoriales	246,9	1.064,2	606,5
Transfronterizas/intersectoriales	58,1	605,0	570,4

Fuente: Thomson Financial Securities Services.

Nota: La distinción entre fusiones y adquisiciones “nacionales” y “transfronterizas” se establece según la jurisdicción de la empresa objeto de la fusión. “Intersectoriales” se refiere a operaciones de entidades de crédito con instituciones financieras no bancarias. Los datos comprenden todas las operaciones entre entidades de tamaño grande y mediano (definición de Thomson).

protagonizado, principalmente, por las entidades de crédito ya establecidas, puesto que los bancos que operan solo en Internet son muy pocos y con una cuota de mercado muy baja.

Evolución y riesgos

En el contexto de empeoramiento de los resultados macroeconómicos a escala mundial y de la UE del 2001, al tiempo que se registraba una caída de las cotizaciones bursátiles y un aumento de la volatilidad de los mercados financieros, las entidades de crédito se enfrentaron a un entorno deteriorado. Se intensificó el análisis macroprudencial de los riesgos en el sector bancario, especialmente tras los atentados terroristas sufridos por Estados Unidos el 11 de septiembre.

Los riesgos en el sector bancario habían crecido incluso antes de los atentados, como consecuencia del mayor endeudamiento de los prestatarios de las entidades de crédito y de la acentuación de la fragilidad de determinados sectores y países deudores importantes.

En primer lugar, por lo que refiere a los riesgos sectoriales de las entidades de crédito, el endeudamiento de los sectores de tecnología de la información y las telecomunicaciones se elevó rápidamente, debido, principalmente, a la adquisición de licencias y a otras inversiones relacionadas con la telefonía móvil de tercera generación. En la UE, estos sectores perdieron más del 50% de su valor bursátil en el año, respecto al máximo alcanzado en la primavera del 2000. Si bien el clima de los mercados en relación con los citados sectores mejoró a finales del 2001, estos presentaban todavía importantes síntomas de fragilidad debidos, entre otros factores, al propósito de los gobiernos de reducir el elevado coste de la infraestructura de telefonía móvil de tercera generación. Tras los atentados terroristas ocurridos en Estados Unidos, algunos riesgos sectoriales se acrecentaron aún más, en especial en sectores como las líneas aéreas, el turismo y los seguros, que se

vieron directamente afectados por estos sucesos. Por lo general, los riesgos de las entidades de crédito frente a estos sectores no fueron excesivos y se mantuvieron dentro de límites manejables.

En segundo lugar, en lo que respecta al riesgo-país de las entidades de crédito, la situación económica de algunas economías de mercados emergentes, que se había deteriorado incluso antes de los atentados en Estados Unidos, empeoró tras estos sucesos. En Asia, el fuerte descenso de las exportaciones en el sector de la informática tuvo repercusiones negativas sobre la actividad económica. La situación en América Latina sufrió un grave deterioro, como resultado del debilitamiento de la economía estadounidense y de la crisis financiera en Argentina. En el transcurso del año, en contraste con la anterior inestabilidad financiera de los mercados emergentes, los inversores internacionales disociaron los riesgos específicos relacionados con Argentina de los procedentes de otros países latinoamericanos. Los efectos de contagio financiero sobre Brasil disminuyeron de forma significativa en el último trimestre del 2001, aunque la situación siguió agravándose en Argentina. Lo mismo ocurrió en Turquía donde, pese a suscitar inquietudes, la inestabilidad financiera no produjo un efecto generalizado de contagio en otros países. A excepción de Rusia, las perspectivas de crecimiento económico empeoraron también en varios países de Europa central y oriental. El riesgo de crédito total bruto de las entidades de crédito de la UE frente a las economías de mercados emergentes mostró una tendencia al alza en el 2001, aunque se mantuvo, en la mayoría de los casos, dentro de límites razonables en relación con los fondos propios de las entidades de crédito.

En tercer lugar, en cuanto a los resultados del sector bancario del 2001, los ingresos netos de las entidades de crédito de la UE bajaron, como consecuencia del deterioro de la situación macroeconómica y de la reducción de los ingresos por banca de inversión, que habían contribuido de forma muy especial a disparar los beneficios hasta el máximo histó-

rico alcanzado en el 2000. En este contexto, la rigidez de los costes bancarios parece haber dificultado el mantenimiento del nivel de rentabilidad. En conjunto, las perspectivas de rentabilidad empeoraron en el transcurso del 2001, aunque los buenos resultados de la

mayor parte de las entidades bancarias en los años anteriores y sus reservas acumuladas de capital fueron motivo de tranquilidad respecto a su capacidad de resistir el deterioro de la situación exterior.

3 Normativa bancaria y financiera

La revisión del marco para la adecuación del capital de las entidades de crédito ha seguido siendo el tema principal de *regulación bancaria* tratado a escala internacional. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea decidió modificar el plazo para la terminación y aplicación del nuevo Acuerdo de Capital, para poder examinar con la máxima atención los numerosos y extensos comentarios recibidos durante y después de la segunda ronda de consultas, que comenzó en enero del 2001. En el transcurso del 2001, el Comité ha ido perfeccionando los principales elementos de los tres pilares del marco propuesto, es decir, los requerimientos mínimos de capital, el proceso de revisión que realizan los supervisores y la disciplina de mercado, con el fin de facilitar la elaboración de un conjunto completo de normas. Asimismo, se mejoró la calibración de los requerimientos absolutos de capital, sobre la base de los resultados de estudios de impacto específicos. Por otro lado, se dedicó especial atención al análisis macroprudencial de los posibles aspectos procíclicos del nuevo Acuerdo.

En el ámbito de la UE, se empezó a trabajar, en paralelo con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, sobre la reforma del marco de capital regulatorio de las entidades de crédito y de las sociedades de inversión. En marzo del 2001, la Comisión Europea publicó su segundo documento de consulta, que se centraba en temas de especial interés para la UE, tales como el tratamiento de las entidades bancarias de tamaño pequeño y mediano y de las sociedades de inversión, para el que se propusieron una serie de soluciones. Dada la necesidad de flexibilizar el proceso de toma de decisiones para responder eficazmente a la evolución de los servi-

cios y mercados financieros, se contempla la elaboración de un nuevo procedimiento basado en la distinción entre elementos básicos, sujetos al procedimiento normal de codecisión, y disposiciones técnicas, sujetas a modificaciones según el procedimiento de "comitología".

En junio del 2001, el BCE, que participa en calidad de observador tanto en el Comité de Basilea como en el Comité Consultivo Bancario (el foro de la UE que asiste a la Comisión Europea en la elaboración de la nueva legislación bancaria comunitaria), presentó sus comentarios sobre los documentos de consulta distribuidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea³ y la Comisión Europea. El BCE comparte la idea general de la reforma normativa propuesta, al considerar que contribuiría a reforzar la estabilidad financiera. Las principales observaciones del BCE se centraron en los puntos siguientes: i) posibles efectos procíclicos del nuevo Acuerdo; ii) necesidad de establecer una estructura adecuada de incentivos para elegir el enfoque más apropiado, es decir, el enfoque estándar, el enfoque IRB (basado en calificaciones internas) básico y el enfoque IRB avanzado; iii) interacción eficaz de los tres pilares y convergencia en la supervisión para aplicar el nuevo marco normativo; iv) justo equilibrio entre precisión y complejidad. Por lo que se refiere a los temas de especial interés para la UE, el BCE está a favor de otorgar un tratamiento equitativo tanto a las entidades de crédito de tamaño pequeño y mediano como a las sociedades de inversión, para que los requerimientos de capital regulatorio reflejen

3 Véase Banco Central Europeo, "The New Basel Capital Accord, Comments of the European Central Bank", junio del 2001.

su perfil de riesgo específico, así como de flexibilizar el proceso legislativo.

La contabilidad a valor de mercado (*Fair value accounting – FVA*) es otro de los temas que fue objeto de debate en los foros internacionales tras la publicación, en diciembre del 2000, del documento de consulta, titulado “*Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items*”, por el Grupo Conjunto de Trabajo para la fijación de normas relativas a los instrumentos financieros. En este documento se proponía utilizar la FVA como base para la evaluación de todos los instrumentos financieros. En su respuesta a la consulta, el BCE expresó sus reservas sobre la conveniencia de aplicar un sistema enteramente basado en la FVA al sector bancario y, en especial, a la cartera de inversión de las entidades de crédito⁴.

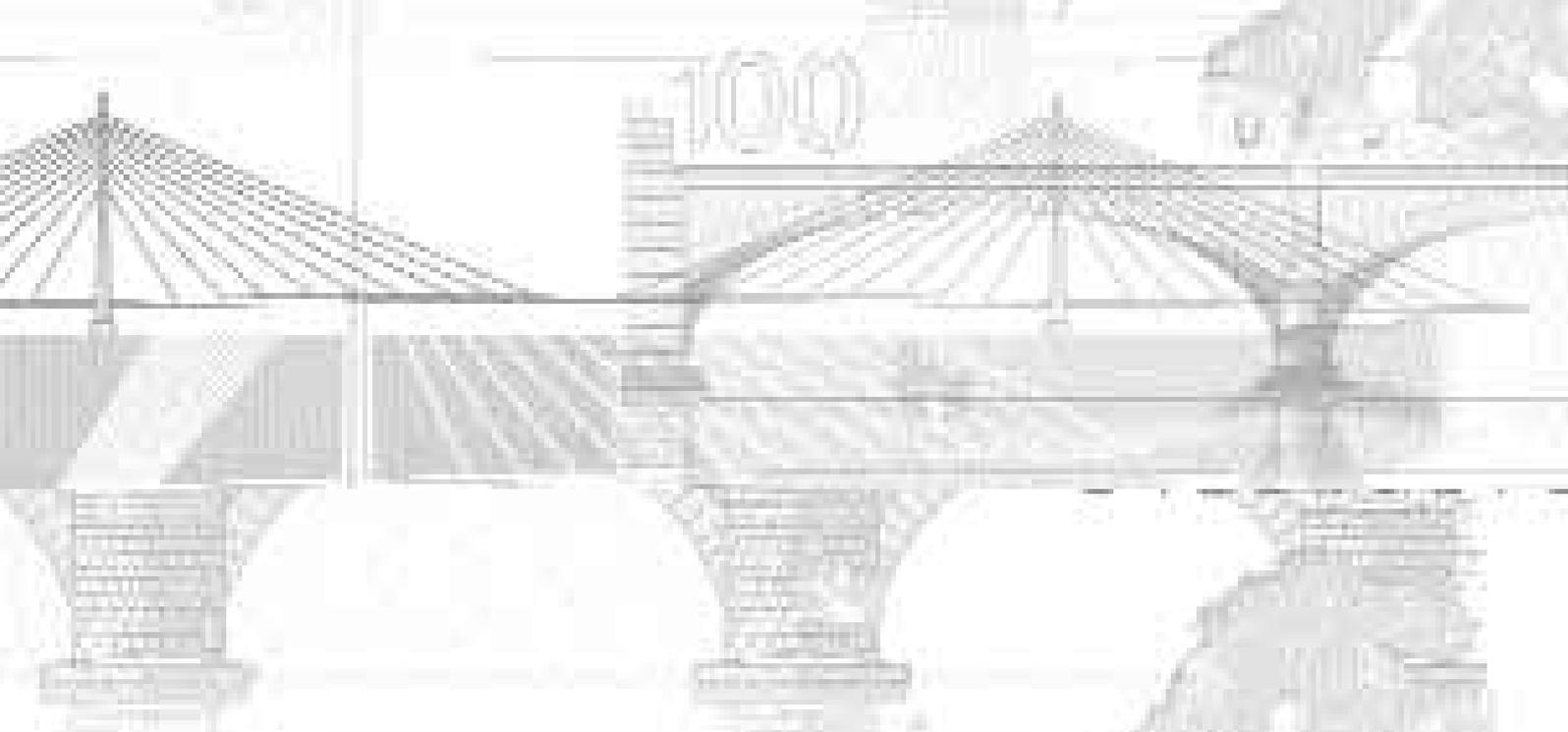
En el ámbito de la regulación financiera, en el 2001 prosiguió la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros, con los objetivos siguientes: fomento de la integración de los mercados financieros en la UE, protección del inversor y estabilidad del sector financiero. En este contexto, en el 2001, la Comisión presentó una propuesta de Directiva sobre conglomerados financieros, cuyo objetivo es establecer las normas prudenciales para dichos conglomerados y alcanzar un alto grado de coordinación entre las autoridades de supervisión competentes. El BCE emitió un Dictamen sobre esta materia⁵, en el que proponía algunas mejoras en cuanto al ámbito de aplicación de la Directiva, la transparencia y claridad de las medidas de supervisión adoptadas y la división adecuada de fun-

ciones y competencias entre las autoridades correspondientes, en particular con respecto al “coordinador” de la supervisión adicional.

Los atentados del 11 de septiembre y su impacto sobre la estabilidad financiera, así como la consiguiente preocupación respecto al posible uso del sistema financiero para financiar el terrorismo, fueron tema de máxima prioridad en los debates internacionales sobre regulación. El Consejo de Gobierno del BCE apoyó totalmente las medidas adoptadas tras estos sucesos para impedir la utilización del sistema financiero en la financiación de actividades terroristas. En el ámbito internacional, el papel del Grupo de Acción Financiera sobre el blanqueo de dinero, en el que el BCE participa como observador, fue potenciado al ampliarse su mandato a la lucha contra la financiación del terrorismo. En el ámbito de la UE, el acuerdo definitivo alcanzado en diciembre del 2001 respecto a las modificaciones de la Directiva sobre el blanqueo de dinero reforzará notablemente el alcance de la misma. Se espera que la propuesta de Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de los precios de mercado, presentada en el 2001, contribuya asimismo a disuadir del abuso de los mercados financieros. En el correspondiente Dictamen del BCE se pone de relieve la necesidad de incrementar la cooperación y fomentar la convergencia de las prácticas de supervisión.

4 Véase Banco Central Europeo, “*Fair value accounting in the banking sector*”, noviembre del 2001.

5 Véase la sección “*Publications – Legal documents*” del BCE en Internet.



Finlandia: **Formación de cajeros en el Suomen Pankki.**

Capítulo IX

Sistema estadístico

I Introducción

Al igual que en el año 2000, el trabajo estadístico del BCE se centró, en el 2001, en asegurar que la información necesaria para desempeñar las funciones del Eurosistema continuara recibiendo, procesándose y poniéndose a disposición de los usuarios puntualmente, con un alto nivel de calidad y con una buena base documental.

Gran parte de este trabajo se llevó a cabo en estrecha colaboración con los BCN, que son los que recogen los datos que proporcionan las unidades informantes, elaboran los agregados de ámbito nacional y los transmiten al BCE, el cual, a su vez, elabora los agregados para la zona del euro. Además, tanto los BCN (y otras autoridades nacionales) como el BCE se han implicado a fondo en el trabajo conceptual y de desarrollo estadístico, así como en la preparación de los instrumentos jurídicos del BCE en el marco del Reglamento (CE) n° 2533/98 del Consejo relativo a la recogida de información estadística por el BCE. Los Estatutos del SEBC también establecen que el BCE cooperará con las instituciones comunitarias y los organismos internacionales. El ámbito del trabajo estadístico del SEBC se

presenta en un documento titulado “Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC”, de mayo del 2000, que se refiere a las estadísticas monetarias y bancarias y otras estadísticas conexas, a las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional, a las cuentas financieras y a las estadísticas de las Administraciones Públicas. Las necesidades de información en las áreas de precios y costes, contabilidad nacional, mercado de trabajo, ingresos y gastos públicos, indicadores de coyuntura sobre producción y demanda, y encuestas de opinión, cuya responsabilidad principal recae en los institutos estadísticos nacionales, las satisface la Comisión Europea a nivel europeo. El BCE, en tanto que usuario activo de las mismas, está directamente interesado en este desarrollo.

En el cumplimiento de los requerimientos estadísticos a que está sometido, el BCE trata de producir estadísticas fiables, completas y con un alto grado de calidad, de forma tal que se reduzca al mínimo para las instituciones la carga asociada a la provisión de información. En este sentido, el BCE hace uso de las estadísticas existentes siempre que es posible.

2 Estadísticas monetarias, bancarias y de mercados financieros

Las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) proporcionan información sobre sus balances con periodicidad mensual y trimestral. La “Lista de IFM” se actualiza mensualmente y se publica en la dirección del BCE en Internet. Con esto se pretende mantener una aplicación coherente de la definición de IFM en toda la zona del euro y en toda la Unión Europea.

En noviembre del 2001, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un nuevo Reglamento relativo al balance consolidado del sector de las IFM (BCE/2001/13), que deroga y sustituye al Reglamento BCE/1998/16, modificado en agosto del 2000, y que intro-

duce importantes mejoras en las estadísticas relativas al balance consolidado de las IFM. Los nuevos requerimientos incluyen la compilación mensual de la desagregación sectorial detallada de los depósitos incluidos en M3 y de los préstamos, así como de la provisión de ajustes de revalorización comparables para el cálculo de estadísticas de flujos de los préstamos y las tenencias de valores de las IFM. Se incluye también la desagregación trimestral por subsectores de las tenencias de acciones por parte de las IFM. Los nuevos requerimientos estadísticos se sometieron a un procedimiento formal en el que tomaron parte los agentes informadores, con el fin de alcanzar un equilibrio entre los beneficios de disponer

de datos adicionales para el análisis de la política monetaria y para otros propósitos analíticos, y los costes asociados a la puesta en práctica de dichos requerimientos. Los datos conforme al nuevo Reglamento se presentarán, por primera vez, a principios del 2003.

Durante el año 2001, se llevaron a cabo ajustes del agregado M3, utilizando la nueva información disponible sobre tenencias de instrumentos negociables por parte de los no residentes en la zona del euro. Las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de inversores no pertenecientes a la zona del euro han quedado excluidas de M3 desde mayo del 2001. A partir de la publicación de las estadísticas monetarias correspondientes a octubre del 2001, M3 se ha corregido también por las tenencias de instrumentos de deuda a corto plazo (es decir, instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM con vencimiento de hasta dos años) por parte de no residentes en la zona del euro. Por consiguiente, a partir de octubre del 2001, el agregado monetario M3 ha quedado ajustado de todas las tenencias de instrumentos monetarios negociables por parte de los no residentes en la zona del euro. Las nuevas series están disponibles desde el inicio de la Unión Monetaria, en enero de 1999. Estos ajustes acercan significativamente la medición de M3 a la definición conceptual del BCE para dicho agregado, que incluye únicamente las tenencias monetarias de los residentes en la zona del euro.

En el 2001, se produjeron importantes avances en relación con la publicación de M3. Las fechas de publicación de las estadísticas monetarias mensuales del BCE se van anunciando, actualmente, mes a mes, para los respectivos cuatro meses siguientes; el primero de estos anuncios se hizo en julio del 2001. Además, a partir de dicho mes, las tasas de crecimiento interanuales del efectivo en circulación, los depósitos a la vista, M1, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1), M2, los instrumentos negociables (M3-M2) y M3 se calcularon ya a partir de datos desestacionalizados y ajusta-

dos por los efectos calendario. Con este procedimiento, las tasas de crecimiento interanuales reflejan la evolución subyacente con mayor exactitud que las basadas en datos no ajustados. Cuando se publicaron por primera vez las estadísticas monetarias no se disponía de datos desestacionalizados suficientemente estables y fiables. Además, se publican ya, regularmente, en la dirección del BCE en Internet, las estadísticas de la zona del euro relativas al dinero electrónico, a la desagregación nacional del balance agregado del subsector de "Otras IFM" y a la obtención de los flujos de M3.

Desde 1999 se ha venido publicando en el Boletín Mensual del BCE un conjunto de diez tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, según un enfoque a corto plazo basado en las fuentes nacionales disponibles. Aunque la disponibilidad de estos tipos de interés ha permitido que los gestores de la política monetaria dispusieran, desde el inicio de la Unión Monetaria, de un conjunto mínimo inicial de estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, los datos de base utilizados no están armonizados y los resultados obtenidos debían utilizarse con cautela. Durante el año 2001 continuó el trabajo sobre las nuevas estadísticas de tipos de interés y en diciembre del 2001 se aprobó el Reglamento BCE/2001/18 del BCE. Con este Reglamento se pretende configurar un nuevo conjunto íntegro de estadísticas armonizadas de los tipos de interés aplicados por las IFM en sus actividades de préstamo y depósito, que sea completo, detallado y capaz de adecuarse a la innovación financiera. Las estadísticas se refieren sólo a aquellos tipos de interés que se aplican a los depósitos denominados en euros y a los préstamos frente a los hogares y a las sociedades no financieras residentes en la zona del euro. Estas estadísticas responden a una demanda esencial y continua, por parte de los usuarios, de mejores datos sobre los tipos de interés, entre otros usos, para servir de base al análisis sobre la evolución monetaria y sobre el mecanismo de transmisión monetaria. El Reglamento estipula que 45

indicadores deben estar a disposición del BCE antes del decimonoveno día hábil después del final del mes de referencia, y prevé la elaboración de estadísticas mensuales de tipos de interés sobre operaciones nuevas y sobre saldos vivos. En este ámbito, la decisión estuvo basada en la consideración de ventajas y costes del procedimiento.

En febrero del 2001, las estadísticas de emisión de valores se ampliaron considerablemente con la publicación en la dirección del BCE en Internet de datos mensuales a partir de enero de 1990 (diciembre de 1989 para los saldos) sobre saldos (saldo vivo) y sobre flujos (emisión bruta, amortización y emisión neta).

3 Estadísticas de balanza de pagos, reservas internacionales y posición de inversión internacional, y tipos de cambio efectivos

La recopilación y publicación de estadísticas mensuales y trimestrales de balanza de pagos de la zona del euro, de la posición de inversión internacional neta anual y de la posición mensual de reservas internacionales del Eurosistema se desarrolló sin problemas durante el año 2001. Se han emprendido trabajos destinados a mejorar la recopilación de datos sobre las inversiones de cartera, una partida importante y compleja; en el 2002, se esperan progresos en este terreno, así como en el de las inversiones directas (objeto de importantes trabajos de colaboración en el año 2001) y en el de la contabilización de las rentas de inversión. Otras tareas desarrolladas se han ocupado de definir un desglose estándar por áreas geográficas de las estadísticas de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional. Asimismo, se ha continuado avanzando en la mejora del detalle por sectores de la balanza de pagos, en especial en lo que se refiere a la desagregación entre el sector de IFM y otros sectores, contribuyendo así a la coherencia entre los datos de los agregados monetarios y los de la balanza de pagos. En colaboración con la Comisión Europea (Eurostat) y las institucio-

nes encargadas a nivel nacional de la recopilación de los datos de balanza de pagos, el BCE ha estudiado los criterios para evaluar la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y otras relacionadas. El BCE también ha contribuido a la discusión en el seno de la Unión Europea en torno a la dirección probable de los cambios en los sistemas estadísticos de balanza de pagos como consecuencia, hasta cierto punto, de la creación de la Unión Económica y Monetaria.

En julio del 2001 se publicó por primera vez la cuenta corriente de la balanza de pagos de la zona del euro desestacionalizada.

En noviembre del 2001 se publicó una versión revisada de la publicación anual "European Union balance of payments/international investment position statistical methods". Esta publicación proporciona documentación sobre la metodología estadística aplicada en los Estados miembros para recopilar las estadísticas de balanza de pagos y las de la posición de inversión internacional y, como tal, mejora la transparencia de la recopilación de las estadísticas de la zona del euro.

4 Cuentas financieras y estadísticas de las Administraciones Públicas

Los datos trimestrales de las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro se publicaron por primera vez en mayo del 2001. Los nuevos datos incluyen la financiación y la inversión financiera de los hogares, de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas de la zona

del euro, mostrando tanto las operaciones como los saldos vivos, junto con el detalle por instrumentos. Los datos se basan en las estadísticas monetarias y bancarias y de emisión de valores, en las estadísticas de las Administraciones Públicas, en las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las

estadísticas bancarias internacionales del BPI, y comienzan en el cuarto trimestre de 1997.

El BCE continúa publicando datos anuales sobre ingresos y gastos públicos de la zona del euro. Durante 2001, se dispuso de datos trimestrales, elaborados de conformidad con el Reglamento n° 264/2000 de la Comisión, relativos a los impuestos y las contribuciones a la Seguridad Social por el lado de los ingre-

sos y a las prestaciones sociales por el lado del gasto. La legislación comunitaria en preparación completará, cuando se aplique, la cobertura trimestral de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas y proporcionará datos trimestrales sobre las operaciones financieras y sobre los saldos vivos, que ofrecerán información adicional a la actualmente disponible procedente de otras fuentes.

5 Estadísticas económicas generales

Las estadísticas económicas generales incluyen datos de precios y costes, cuentas nacionales, mercados de trabajo y un amplio conjunto de otros datos económicos, que sirven de base al segundo pilar de la estrategia de política monetaria del BCE. El BCE y la Comisión Europea (que es la principal responsable de estas estadísticas a escala europea) colaboraron estrechamente en el seguimiento de la puesta en práctica del Plan de acción sobre los requerimientos estadísticos de la UEM presentado ante el Consejo ECOFIN en septiembre del 2000. Este Plan incluye alrededor de diez actos jurídicos, de los cuales los tres correspondientes al campo de las estadísticas de operaciones a corto plazo fueron adoptados en el 2001.

El ECOFIN publicó en noviembre del 2001 un informe sobre las materias que requieren mejoras adicionales, en el que se enumera una serie de medidas que se considera necesario emprender, aun después de concluir el actual Plan de acción. En especial, se considera que se requieren avances adicionales en cuanto a la disponibilidad y la puntualidad de los indicadores clave. El informe subrayaba también la necesidad de una base estadística más amplia para el sector servicios, de un mejor equilibrio de las prioridades entre rapidez, detalle y calidad de las estadísticas, y de llevar a cabo la recopilación de los datos de forma que permita una rápida elaboración de los agregados europeos.

6 Incorporación de Grecia a las estadísticas de la zona del euro

La incorporación de Grecia a las estadísticas de la zona del euro se produjo, en general, sin problemas. La ampliación de la zona del euro para incluir a Grecia a partir del 1 de enero del 2001 tuvo dos importantes implicaciones estadísticas. En primer lugar, los residentes en Grecia quedaron incluidos como residentes en la zona del euro. En segundo lugar, la dracma griega se convirtió en una de las denominaciones nacionales del euro. En consecuencia, desde una perspectiva estadística, cambió la composición de las partidas “resto del mundo” y “monedas distintas del euro”. Esto afectó, a su vez, a todas las estadísticas monetarias y financieras y a las demás estadísticas económicas de la zona del euro en su conjunto.

La preparación de las estadísticas para la zona del euro ampliada se realizó en colaboración con la Comisión Europea para asegurar, donde fuera necesario, la coherencia estadística en todos los terrenos. Todos los cambios se incluyeron en la sección “Estadísticas de la zona del euro” del Boletín Mensual del BCE, a medida que se iba disponiendo de los datos correspondientes al año 2001. Los primeros datos en estar disponibles para la zona del euro ampliada fueron los relativos a las estadísticas de política monetaria y los referentes a la evolución monetaria, a los mercados financieros, a las emisiones de valores, a los tipos de interés y a los precios de consumo. Los datos de balanza de pagos, así

como las estadísticas sobre la economía real para la zona del euro ampliada estuvieron disponibles más tarde, reflejando los plazos normales de su publicación. Además, con fines analíticos, se calcularon las series de algunos

indicadores económicos seleccionados, referidos a la zona del euro más Grecia, reelaborándose las series históricas hasta finales del año 2000; estas series se publicaron en la sección estadística del Boletín Mensual del BCE.

7 Cooperación con la Comisión Europea y con organismos internacionales

En el contexto europeo, la división acordada de responsabilidades en materia de estadísticas entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) funcionó correctamente en el

2001, como en años anteriores. El BCE se mantiene también en estrecho contacto con el BPI, el FMI y la OCDE en lo referente a cuestiones estadísticas.

8 Estadísticas de los Estados miembros no pertenecientes a la UEM y de los países candidatos a la adhesión

Se ha instado a todos los Estados miembros de la UE a emprender los preparativos estadísticos necesarios para su participación en la tercera fase de la UEM.

Al igual que en años anteriores, el Eurosistema proporcionó amplia asistencia técnica a los bancos centrales de los países que aspiran a incorporarse a la UE – los países candidatos a la adhesión – con vistas a su preparación para su futura integración, primero, en el SEBC y, después, en el Eurosistema (para una panorámica más detallada de la relación entre el BCE y los países candidatos a la adhesión, véase también el capítulo V). Dicha asistencia

técnica tiene por objeto, principalmente, ayudar a los países candidatos a poner en práctica los sistemas de recogida, elaboración e intercambio de datos que les permitan, a su debido tiempo, cumplir los requerimientos estadísticos del BCE, así como contribuir a la existencia de un conjunto plenamente coherente (agregado y consolidado) de estadísticas de la zona del euro. A nivel conceptual, el BCE publicó una lista provisional de IFM de los países candidatos a la adhesión y un manual metodológico de estadísticas monetarias y bancarias, mientras que el manual de balanza de pagos se ha publicado a principios del 2002.



Irlanda: **estudiantes irlandeses “caracterizados” de monedas y billetes en euros en un centro comercial de Dublín.**

Capítulo X

Otras tareas y actividades

I Funciones consultivas

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC disponen que el BCE sea consultado por las instituciones comunitarias pertinentes y por las autoridades nacionales responsables¹, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias.

La Decisión nº 98/415/CE del Consejo, de 29 de junio de 1998, establece los límites y las condiciones aplicables a las consultas efectuadas por las autoridades nacionales al BCE acerca de los proyectos de disposiciones legales. En los apartados 1 y 2 del artículo 2 de la citada Decisión se determinan las áreas específicas en las que se ha de consultar al BCE, esto es, en cualquier proyecto de disposición legal que se refiera a:

- los asuntos monetarios,
- los medios de pago,
- los BCN,
- la recogida, elaboración y distribución de estadísticas en los ámbitos monetario, financiero, bancario, de sistemas de pago y de balanza de pagos,
- los sistemas de pago y de liquidación, y
- las normas aplicables a las entidades financieras, siempre que influyan significativa-

mente en la estabilidad de las entidades y de los mercados financieros.

Además, las autoridades de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro² consultarán también al BCE acerca de cualquier proyecto de disposición legal relativo a los instrumentos de la política monetaria.

En el año 2001 se formularon un total de 40 consultas, de las cuales diez se referían a la introducción de los billetes y monedas euros en el año 2002, y once, a actos jurídicos comunitarios. El resto de las consultas guardó relación con proyectos de disposiciones legales nacionales.

En la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) figura una lista con todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación. El recuadro siguiente resume las consultas formuladas en el año 2001.

¹ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, el apartado 4 del artículo 5 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC no se aplicarán al Reino Unido. Por lo tanto, la obligación de consultar al BCE no incluye a las autoridades nacionales del Reino Unido.
² A excepción del Reino Unido (véase la nota 1).

Recuadro 11

Procedimientos de consulta durante el año 2001

(a) Consultas de los Estados miembros

No ¹	Origen	Materia
CON/2001/1	Portugal	Doble circulación de billetes y monedas denominados en euros y en escudos y modificaciones de la ley orgánica del Banco de Portugal.
CON/2001/2	Francia	Acto jurídico en el ámbito de los sistemas de pago.
CON/2001/5	Irlanda	Determinadas disposiciones incluidas en un proyecto de Ley del 2001 sobre la introducción del euro (cantidades).
CON/2001/6	Irlanda	Proyecto de Ley de bonos hipotecarios y bonos emitidos por entidades públicas de crédito.

¹ Las consultas se numeran conforme al orden en que son adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE.

No ²	Origen	Materia
CON/2001/7	Luxemburgo	Reglamento del Gran Ducado relativo a la introducción del euro y por el que se modifican determinadas disposiciones legales.
CON/2001/9	Austria	Segunda Ley Federal por la que se establecen medidas auxiliares para la introducción del euro.
CON/2001/10	Austria	Artículo de la Ley Federal en el que se establece y organiza la autoridad supervisora de los mercados financieros y por el que se modifican varias leyes conexas.
CON/2001/11	Irlanda	Propuesta de legislación sobre determinadas disposiciones incluidas en una Ley de cuentas inactivas, 2001.
CON/2001/12	España	Ley por la que se modifican varias leyes que rigen el mercado financiero español.
CON/2001/14	España	Orden sobre distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros.
CON/2001/15	Bélgica	Ley relativa a la introducción del euro en Bélgica.
CON/2001/16	Luxemburgo	Ley relativa a la aprobación del Convenio internacional de represión de la falsificación de moneda y de su Protocolo; y modificación de determinadas disposiciones del Código penal y de la Ley de Enjuiciamiento Criminal.
CON/2001/17	Alemania	Séptima ley por la que se modifica la Ley del Deutsche Bundesbank. ³
CON/2001/19	Austria	Ley por la que se modifica el derecho penal austríaco (<i>Strafrechtsänderungsgesetz 2001</i>).
CON/2001/20	Francia	Decreto relativo a la inutilización de billetes denominados en francos.
CON/2001/21	Grecia	Ley relativa a la circulación de billetes y monedas en euros y a otras disposiciones relacionadas.
CON/2001/22	Italia	Decreto-ley por el que se establecen disposiciones urgentes para la introducción y salvaguarda del euro.
CON/2001/23	Bélgica	Ley sobre la compilación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de Bélgica y por la que se modifica el Decreto-ley de 6 de octubre de 1944 sobre los controles de tipo de cambio y varias disposiciones legales
CON/2001/24	Austria	Ley Federal relativa a los fondos inmobiliarios y por la que se modifican diversas leyes conexas.
CON/2001/26	Países Bajos	Modificación de la Decisión en vigor, de fecha 27 de julio de 1998, sobre el establecimiento de normas relativas al canje, retirada y cancelación de billetes por el <i>De Nederlandsche Bank</i> y a la información que se ha de facilitar a los ciudadanos.
CON/2001/27	Finlandia	Propuesta relativa a la normativa sobre la reorganización y liquidación de entidades de crédito.

² Las consultas se numeran conforme al orden en que son adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE.

³ Publicada en la dirección del BCE en Internet.

No	Origen	Materia
CON/2001/28	Luxemburgo	Reglamento relativo a la derogación de las disposiciones sobre los funcionarios de la Administración del Estado en relación con los empleados de la <i>Banque centrale du Luxembourg</i> sujetos al derecho público.
CON/2001/29	Austria	Ley por la que se modifican las costas judiciales (<i>Euro-Gerichtsgebühren-Novelle</i>).
CON/2001/30	Finlandia	Normativa sobre la supervisión de los conglomerados financieros.
CON/2001/32	Portugal	Decreto-ley por el que se modifica el marco jurídico de las entidades de créditos y de las sociedades financieras.
CON/2001/35	Alemania	Ley por la que se establece la supervisión integrada de servicios financieros. ⁵
CON/2001/37	Austria	Ley por la que se modifica la Ley de honorarios de los abogados a partir de la introducción del euro (<i>Euro-Rechtsanwaltstarif-Novelle</i>).
CON/2001/39	Portugal	Decreto-ley por el que se modifica el marco jurídico de los tipos de cambio.
CON/2001/40	Austria	Ley por la que se modifica la Ley del Banco Nacional (la <i>Nationalbankgesetz</i>).

(b) Consultas de las instituciones europeas⁴

No ⁵	Origen	Materia	Publicación
CON/2001/3	Consejo de la UE	Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE, Euratom) nº 58/97 relativo a las estadísticas estructurales de las empresas.	DO C 131, 3.5.2001, p.5
CON/2001/4	Consejo de la UE	Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.	DO C 131, 3.5.2001, p.6
CON/2001/8	Consejo de la UE	Reglamento del Consejo por el que se establece un mecanismo de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros.	DOC C 151, 22.5.2001, pp.18-19
CON/2001/13	Consejo de la UE	Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre acuerdos de garantía financiera.	DO C 196, 12.7.2001, pp.10-13
CON/2001/18	Comisión Europea	Reglamentos (CE) de la Comisión por los que establecen normas detalladas para la aplicación del Reglamento (CE) nº 2494/95 del Consejo en lo referente a normas mínimas para las revisiones del índice armonizado de precios al consumo y a las normas mínimas para el tratamiento de los gastos por servicios expresados en porcentaje del valor de la transacción en el índice armonizado de precios al consumo.	DO C 244, 1.9.2001, pp. 5-6

⁴ Publicada en la dirección del BCE en Internet.

⁵ Las consultas se numeran conforme al orden en que las adopta el Consejo de Gobierno del BCE.

No	Origen	Materia	Publicación
CON/2001/25	Consejo de la UE	Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican varias Directivas conexas.	DO C 271, 26.9.2001, pp.10-14
CON/2001/31	Consejo de la UE	Decisión del Consejo por la que se establece un programa de acción en materia de formación, intercambio y asistencia para la protección del euro contra la falsificación de moneda (el programa Pericles).	DO C 293, 19.10.2001, pp. 3-4
CON/2001/33	Consejo de la UE	Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el índice de costes laborales.	DO C 295, 20.10.2001, pp. 5-6
CON/2001/34	Consejo de la UE	Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los pagos transfronterizos en euros.	DO C 308, 1.11.2001, pp. 17-19
CON/2001/36	Consejo de la UE	Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.	DO C 344, 6.12.2001, pp.4-7
CON/2001/38	Consejo de la UE	Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)	DOC C 24, 26.1.2002 pp. 8-10

2 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento, por parte de los quince BCN de la Unión Europea, de las obligaciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo. Esta tarea la lleva a cabo el Consejo General del BCE, que vigila, también, el cumplimiento de estas disposiciones por parte del BCE. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda 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 a las entidades financieras para el sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos de la Comunidad. En paralelo con el Consejo General, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de las disposiciones mencionadas por parte de los Estados miembros.

El Consejo General supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional y del sector público de otros Estados miembros realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. A tenor de lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para

eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

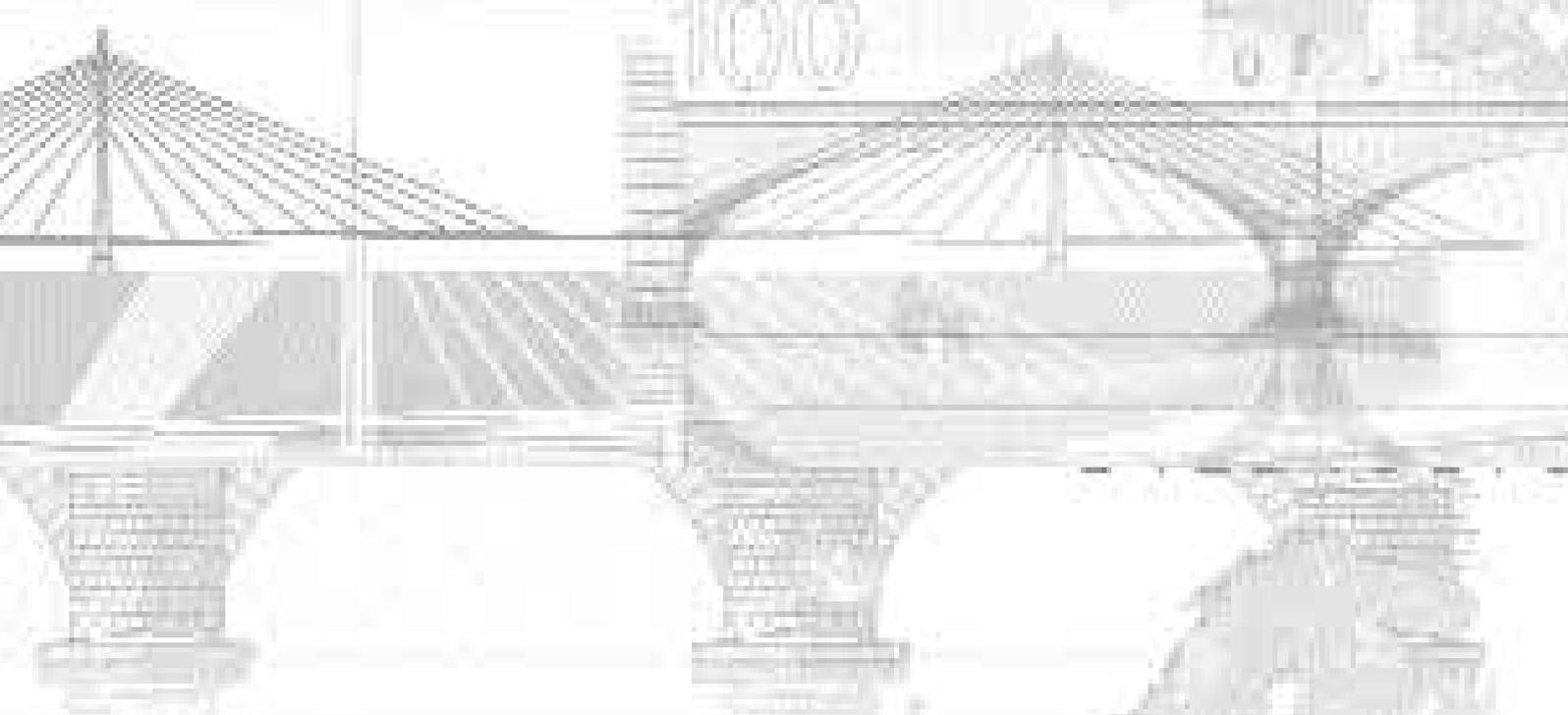
En el año 2001, el Consejo General no ha encontrado casos de importancia en los que los BCN de los Estados miembros y el BCE hayan incumplido las disposiciones del Tratado citadas anteriormente ni los Reglamentos del Consejo que las desarrollan. El Consejo General advirtió que la cantidad de monedas en poder de dos BCN, abonada temporalmente en cuentas del sector público, superaba el límite del 10% de monedas en circulación estipulado en el artículo 6 del Reglamento

(CE) n° 3603/93 del Consejo, en el contexto de las importantes entradas de monedas a dichos BCN anteriores a la introducción de las monedas en euros el 1 de enero del 2002. Aparte de estas infracciones de la prohibición de conceder financiación monetaria establecida en el artículo 101, el Consejo General también se ha ocupado de otros dos incidentes en los que, el BCE y un BCN no habían cumplido totalmente, aunque de distinta manera, con las disposiciones del Tratado. Sin embargo, en ambos casos, los importes considerados eran pequeños y los bancos centrales correspondientes tomaron de inmediato las medidas oportunas para evitar que volvieran a ocurrir estos hechos.

3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea

De conformidad con el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y del artículo II del Reglamento (CEE) n° 1969/88 del Consejo, de 24 de junio de 1988, el BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea a través del mecanismo

de ayuda financiera a medio plazo. No obstante, durante el año 2001, el BCE no desempeñó gestión ninguna, ya que, a finales del 2002, no quedaban saldos pendientes ni tampoco se habían iniciado operaciones nuevas durante el año.



Banco Central Europeo: Los ganadores del concurso „¿Quieres ser una estrella del euro?“ con el Presidente del Banco Central Europeo, Willem F. Duisenberg, en la ceremonia de entrega de premios celebrada en Fráncfort el 31 de diciembre de 2001.

Capítulo XI

Comunicación externa y rendición de cuentas

I Política y actividades de comunicación del BCE

I.1 Objetivos de la política de comunicación

El BCE se compromete a respetar los principios de apertura, transparencia y rendición de cuentas. Aunque estos principios no son un fin en sí mismos, son la base de la política de comunicación del BCE y del Eurosistema encaminada a contribuir a la efectividad, la eficiencia y la credibilidad de la política monetaria, así como a reforzar la comprensión del Eurosistema y de su actuación.

Los esfuerzos en el terreno de la comunicación se dirigen principalmente, aunque no exclusivamente, a las audiencias de los doce países de la zona del euro. La estructura descentralizada del Eurosistema facilita la comunicación externa en distintos idiomas y contextos nacionales. Los BCN del Eurosistema desempeñan un papel importante para el logro de los objetivos de la política de comunicación, y es muy importante conseguir una coordinación efectiva, poniéndose un énfasis especial en los esfuerzos para conseguir una comunicación con “una sola voz” sobre la política monetaria única de la zona del euro.

La decisión tomada por el Consejo de Gobierno del BCE el 8 de noviembre del 2001, en el sentido de que la evaluación de la orientación de su política monetaria se haga – como norma general – solamente una vez al mes, en vez de hacerlo en cada reunión quincenal, fue de especial relevancia en el ámbito de la comunicación. Se pretendía que dicha decisión redujera la frecuencia de las especulaciones de los medios de comunicación y de los mercados sobre los posibles cambios de orientación de la política monetaria.

I.2 Cuestiones de comunicación importantes en el 2001

En el 2001 existió un conjunto de temas importantes para la política de comunicación del BCE que, aunque se tratan con detalle en los capítulos correspondientes de este Informe

Anual, se mencionan brevemente a continuación con objeto de proporcionar una panorámica de los desafíos que se enfrentaron, en este terreno, el BCE y el Eurosistema.

En algunos casos, el BCE actuó por propia iniciativa, con objeto de aumentar el conocimiento del público sobre sus competencias. En otras, el BCE respondió a la demanda de información realizada por medios de comunicación, grupos especializados y público en general.

Algunas de las cuestiones más importantes en el 2001 fueron:

- La orientación de la política monetaria. El BCE modificó sus tipos de interés oficiales cuatro veces durante el año. Véase capítulo I.
- Las decisiones sobre la emisión de billetes en euros y sobre los ingresos monetarios.
- Los preparativos para la introducción del euro, incluyendo la realización de la Campaña Informativa Euro 2002. Véase capítulo VI.
- Las operaciones de política monetaria, sobre todo tras las excepcionales circunstancias del mes de septiembre del 2001. Véase capítulo II.
- El papel del Eurosistema en el proceso de adhesión. Véase capítulo V.
- El desarrollo de los sistemas de pago y de liquidación y, en particular, los progresos hacia unos niveles uniformes de costes de los pagos al por menor en la zona del euro. Véase capítulo IX.
- Las estadísticas y, en especial, la mejora de las relativas a la evolución monetaria. Véase capítulo IX.

- Las discusiones sobre temas de supervisión y estabilidad financiera a nivel europeo e internacional. Véase capítulo VIII.
- Los temas organizativos del BCE y, en concreto, el proyecto de adquirir el terreno para la sede futura del BCE y la decisión del Comité Ejecutivo de modificar parcialmente la distribución de responsabilidades entre de sus miembros. Véase el Prólogo del presidente del BCE en este Informe Anual.

1.3 Actividades de comunicación

El BCE continúa utilizando, según los diferentes destinatarios, distintas vías de comunicación para difundir información entre el público y sus representantes electos, los mercados financieros y otros grupos de interés. El artículo 15 de los Estatutos estipula que el BCE elaborará y publicará informes trimestrales sobre las actividades del SEBC. Además, deberá someter al Parlamento Europeo, al Consejo de la Unión Europea, a la Comisión y al Consejo Europeo, un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria, tanto del año en curso como del año anterior. Igualmente, habrá de publicar semanalmente un informe financiero sobre el Eurosistema. En la práctica, el BCE transmite información de forma más activa de lo requerido por el Tratado.

Entre los canales de difusión utilizados por el BCE se encuentran los siguientes:

- Conferencias de prensa del presidente y el vicepresidente, normalmente inmediatamente después de la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes. La declaración introductoria del presidente y el vicepresidente proporciona una descripción detallada y casi “en tiempo real” de la evaluación del comportamiento económico y monetario de la zona del euro.
- El Boletín Mensual del BCE, que aparece normalmente una semana después de la primera reunión del mes del Consejo de

Gobierno. El Boletín especifica la visión del BCE sobre la situación económica, y presenta artículos sobre temas concretos y, en junio y diciembre, las proyecciones económicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. Incluye también un amplio conjunto de datos económicos y financieros de la zona del euro.

- El Informe Anual del BCE, que se presenta al Parlamento Europeo y se publica cada año en abril.
- El presidente del BCE comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo una vez por trimestre. El capítulo XI del presente Informe Anual se ocupa de estos testimonios en su sección 2.
- Los discursos y entrevistas ofrecidos por los miembros de los órganos rectores. Constituyen un medio poderoso para tener un acceso directo tanto a audiencias de expertos como al público en general.
- Las notas de prensa, que sirven principalmente para difundir a la opinión pública datos estadísticos o información de extensión reducida.
- Los folletos y otras publicaciones impresas. Se dirigen a grupos concretos, desde el público en general, hasta expertos en distintas áreas.
- La serie de documentos de trabajo (*Working Paper Series*). Esta serie está dedicada a la difusión de los resultados de los trabajos de investigación realizados en el BCE o presentados en conferencias y seminarios del BCE.
- La serie titulada *Occasional Papers*. Esta serie presenta temas relacionados con la política económica a una amplia audiencia que incluye responsables de la política económica, mundo académico, medios de comunicación y público en general.

- La transmisión directa de información a servicios electrónicos de información. El BCE proporciona la información de interés a los participantes en los mercados financieros, en tiempo real.
- El BCE recibe grupos de visitantes prácticamente todos los días del año. En el 2001, más de 10.000 ciudadanos europeos obtuvieron información de primera mano durante sus visitas al BCE.
- Conferencias de carácter académico. Se organizan con objeto de estimular la interacción entre los economistas interesados en cuestiones relativas a bancos centrales.

La mayoría de los documentos publicados por el BCE son traducidos a las lenguas oficiales de la Comunidad Europea. Los BCN realizan una parte sustancial de este trabajo de traducción. Además, los BCN se encargan de imprimir y distribuir el Boletín Mensual y otras publicaciones del BCE. Todos los documentos que publica el BCE pueden consultarse y obtenerse en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int). En enero del 2002 se introdujo la mejora en este servicio de instalar una función de búsqueda. El número de visitas a la dirección del BCE en Internet ha aumentado con regularidad y alcanzado una media mensual de dos millones aproximadamente en el año 2001. Se han establecido líneas directas de correo electrónico para dar respuesta a una amplia gama de consultas.

2 Intercambio de información y de opiniones con el Parlamento Europeo

2.1 Panorámica de las relaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo

Durante el año 2001, el BCE continuó sus contactos habituales con el Parlamento Europeo, según lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 113 del Tratado. Al igual que en años anteriores, estos contactos regulares tuvieron lugar principalmente mediante las comparecencias trimestrales ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento, durante las cuales el presidente del BCE informa sobre las decisiones tomadas por el BCE y sobre el cumplimiento de las funciones del Eurosistema. Los miembros del Comité Ejecutivo comparecieron también ante el Parlamento Europeo para presentar el Informe Anual 2000 del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y, posteriormente, ante el Parlamento Europeo reunido en sesión plenaria, así los puntos de vista del BCE sobre el informe de la Comisión relativo al análisis de la economía de la UE en el año 2000.

Además, el Parlamento Europeo invitó al BCE a participar en diversas reuniones de expertos. En este contexto, los expertos del BCE

participaron en la reunión de la Comisión Provisional del Parlamento Europeo sobre el Sistema de protección de información ECHELON, para presentar la estrategia adoptada por el BCE para proteger la transmisión de información de datos y de voz frente a una posible interceptación de los mismos. Además, el BCE participó en una reunión de expertos dedicada a la cooperación monetaria en Europa y la introducción del euro y sus implicaciones para los países de África, el Caribe y el Pacífico (ACP), organizada en el contexto de la Asamblea Parlamentaria Conjunta ACP-UE. En el recuadro 12 aparece una relación de las comparecencias de representantes del BCE ante el Parlamento Europeo durante el año 2001.

Además, algunas de las reuniones entre el Parlamento Europeo y el BCE se mantuvieron en un ámbito informal. En especial, una delegación de miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios visitó el BCE el 22 de octubre de 2001 con objeto de intercambiar puntos de vista con los miembros del Comité Ejecutivo. Asimismo, el 27 de junio, una delegación de expertos del BCE se reunió con miembros de la Comisión de

Recuadro 12

Comparecencias públicas de representantes del BCE ante el Parlamento Europeo en el año 2001

El 4 de julio de 2001, el presidente presentó el Informe Anual 2000 en la sesión plenaria del Parlamento Europeo.

Los miembros del Comité Ejecutivo realizaron las siguientes comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios:

- declaraciones trimestrales del presidente (5 de marzo, 28 de mayo, 12 de septiembre y 18 de diciembre),
- presentación del Informe Anual 2000 del BCE por parte del vicepresidente (2 de mayo),
- intercambio de opiniones con el Sr. Issing sobre el informe de la Comisión relativo al análisis de la economía de la UE en el año 2000 (24 de enero).

Además, expertos del BCE participaron en las siguientes reuniones mantenidas en el Parlamento Europeo:

- declaración de la Comisión Provisional del Parlamento Europeo sobre el Sistema ECHELON (6 de marzo),
- panel de expertos dedicado a la cooperación en Europa y la introducción del euro y las implicaciones para los países ACP, organizado en el contexto de la Asamblea Parlamentaria Conjunta ACP-UE (31 de octubre).

1 Por decisión de la Comisión, esta declaración se realizó a puerta cerrada.

Asuntos Económicos y Monetarios en el Parlamento Europeo, para discutir temas relacionados con la mejora de los servicios de pagos transfronterizos en euros al por menor.

Por último, el BCE respondió también a un conjunto de cuestiones presentadas por escrito por miembros del Parlamento Europeo. Como fueron planteadas a tenor de las declaraciones públicas del presidente del BCE, las respuestas se publicaron en la dirección del BCE en Internet como anexo a la transcripción de la propia declaración. Así pues, las explicaciones se difundieron ampliamente, con objeto de asegurar la transparencia de las opiniones del BCE.

2.2 Opinión del BCE sobre cuestiones concretas planteadas en las reuniones con el Parlamento Europeo

En los distintos contactos entre el Parlamento Europeo y el BCE, se discutió una amplia gama de cuestiones pertenecientes al ámbito de competencia del Eurosistema. Naturalmente, las decisiones de política monetaria

del BCE y la valoración de la evolución económica figuraron entre los principales temas de discusión. Además, los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios suscitaron también cuestiones sobre las demás tareas encomendadas por el Tratado al Eurosistema, tales como su contribución a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero, así como al mantenimiento de unos sistemas de pagos eficientes y solventes.

Dada la gran variedad de temas tratados, no es posible comentar todas las discusiones que el BCE mantuvo con el Parlamento Europeo. No obstante, a continuación se presenta información sobre algunos de los temas más relevantes suscitados durante las declaraciones del presidente.

La definición de estabilidad de precios adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE

Los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios suscitaron cuestiones referentes a la definición de estabilidad de

precios adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE.

El presidente señaló que la definición de estabilidad de precios, un aumento interanual de la inflación medida por el IAPC inferior al 2%, provenía de las definiciones adoptadas por los BCN de la zona del euro antes del inicio de la tercera fase de la UEM. Al mantener esta continuidad, el BCE respetaba las expectativas existentes del público sobre la estabilidad de precios a largo plazo, reforzando así la credibilidad de la política monetaria única y la aceptación del euro por parte del público.

En cuanto al valor numérico de la definición de estabilidad de precios, el presidente recordó que, por razones económicas válidas, el Tratado no permite la exclusión de forma arbitraria de ligeros aumentos del nivel general de precios. En este sentido, no hubiera sido adecuado excluir tasas de inflación menores de un cierto nivel, por ejemplo del 1,5%, de la definición de estabilidad de precios. Al establecer un intervalo relativamente reducido de incrementos admisibles de precios a medio plazo se contribuye a anclar las expectativas de inflación de manera efectiva, reduciendo así la incertidumbre y las primas de riesgo sobre los tipos de interés. Al mismo tiempo, al fijar un suelo que excluye las disminuciones del IAPC, la definición de estabilidad de precios es simétrica en cuanto a que excluye tanto la deflación como la inflación.

En términos generales, la elección de una definición cuantitativa, y no cualitativa, de estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación. Este anclaje, como se mencionaba anteriormente, resulta esencial para aprovechar plenamente los beneficios de la estabilidad de precios. Además, el presidente recordó que una definición cuantitativa de la estabilidad de precios proporciona también la base para la rendición de cuentas del BCE, al establecer un claro punto de referencia para evaluar la política monetaria a lo largo del tiempo. En este sentido, el presidente subrayó que la estrategia de política monetaria del BCE es la estabilidad de precios a medio plazo, reconociendo que

existen perturbaciones que afectan a la inflación que no pueden ser controladas a corto plazo por la política monetaria.

Contribución de la política monetaria única a las políticas económicas generales de la Comunidad

La contribución de la política monetaria única a las políticas económicas generales de la Comunidad, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios tal como estipula el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, fue de nuevo uno de los temas clave suscitados durante las comparecencias del presidente ante el Parlamento Europeo.

El presidente recordó que la política monetaria no puede influir en la producción real a largo plazo, y que la mejor contribución que el Eurosistema puede aportar a los objetivos económicos generales de la Comunidad, tales como un crecimiento sostenible y no inflacionario y un alto nivel de empleo, es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Al centrarse en su objetivo fundamental, el Eurosistema contribuye a evitar distorsiones para el funcionamiento del mecanismo de los precios y minimiza la prima de riesgo por motivos inflacionistas sobre los tipos de interés. De este modo, se promueve la asignación de recursos eficiente por parte del mercado y unas condiciones favorables para la inversión.

Al centrarse en el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, la política monetaria del BCE contribuye a estabilizar el crecimiento de la producción. Esta orientación de medio plazo refleja también la necesidad de actuar de forma gradual ante ciertos tipos de perturbaciones económicas, contribuyendo así a evitar una variabilidad innecesaria de la actividad real y de los tipos de interés.

El presidente aprovechó también la oportunidad para subrayar que las reformas estructurales profundas deberían seguir siendo un elemento importante de las políticas de los

Estados miembros, para ampliar el crecimiento potencial de la zona del euro.

Estos puntos de vista fueron compartidos por el Parlamento Europeo en su resolución sobre el Informe Anual 2000 del BCE, que subraya que “el objetivo fundamental del BCE es mantener la estabilidad de precios” y que “su contribución al crecimiento y al empleo reside, fundamental y primordialmente, en el cumplimiento de tal objetivo” (considerando B). Además, la resolución subraya también la importancia de que los Estados miembros emprendan reformas estructurales (artículo 4).

Preparativos para la introducción de los billetes y monedas en euros

Dada la importancia fundamental de asegurar una introducción del euro sin problemas, el presidente informó extensamente sobre los preparativos para la introducción de billetes y monedas. El capítulo VI proporciona información más detallada sobre la introducción de los billetes y monedas en euros y el proceso de canje.

Uno de los temas suscitados en este contexto fue el de la seguridad de los billetes. El presidente señaló que las características de seguridad contenían los mayores avances tecnológicos en este campo, con objeto de asegurar que el público pueda confiar en la seguridad de los nuevos billetes. La atención específica prestada a la seguridad se refleja también en la participación del BCE en la preparación de la legislación de la Comunidad encaminada a proteger los billetes y monedas en euros de las falsificaciones, y en la creación por el BCE de un Centro de Análisis de Falsificaciones dedicado al análisis técnico y a la clasificación de las falsificaciones. El Centro de Análisis de Falsificaciones comparte la información relevante con todas las autoridades competentes.

Los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios requirieron también información sobre la preparación e implementación de la Campaña Informativa

del Euro 2002 lanzada por el Eurosistema. El presidente explicó que el objetivo general de ésta era proporcionar al público toda la información práctica necesaria para la introducción del euro sin problemas. La campaña, encabezada por el lema “El EURO. Nuestra MONEDA”, ha sido coordinada en estrecha colaboración con los gobiernos y los organismos encargados de la introducción del euro de los Estados miembros participantes, con objeto de asegurar el máximo impacto a la difusión de la información. El Eurosistema ha prestado también la máxima atención a los grupos más vulnerables, tales como personas con discapacidad visual total o parcial, para asegurarse de que disponen de la información y la preparación necesarias para familiarizarse con los nuevos billetes.

Los miembros de la Comisión se interesaron también por el tema de la distribución y redistribución anticipadas de los billetes y monedas en euros. En este contexto, se suscitó la cuestión de si debería proporcionarse billetes en euros al público antes de su fecha de emisión. El presidente señaló que el Eurosistema había abordado esta cuestión desde una perspectiva global, incluyendo todos los aspectos relevantes, y teniendo en cuenta el interés general. Después de realizar consultas extensas con las organizaciones profesionales competentes, se concluyó que las desventajas de la redistribución anticipada de billetes en euros al público en general superaría a las posibles ventajas. En consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE tomó la decisión – posteriormente apoyada por los ministros del ECOFIN – de no proporcionar billetes en euros al público en general antes del 1 de enero de 2002. Sin embargo, el BCE sugirió un conjunto de medidas para facilitar la introducción del euro sin problemas, medidas que, en gran medida, habían sido recogidas en los escenarios de la introducción del euro preparados por los Estados miembros.

La mejora de los servicios de pagos transfronterizos en euros al por menor

Una parte importante del intercambio de puntos de vista entre el Parlamento Europeo y el presidente del BCE se dedicó a la cuestión de cómo mejorar los servicios de pagos en euros al por menor. Los miembros de la Comisión preguntaron por los puntos de vista del BCE sobre cómo lograr una disminución sustancial de las tarifas cargadas por tales servicios y sobre cómo podría contribuir el BCE al logro de dicho objetivo.

El presidente explicó que, desde el inicio de tercera fase de la UEM, el Eurosistema había estado prestando mucha atención a este tema, como queda de manifiesto en diversas publi-

caciones del BCE. El Eurosistema comparte plenamente el punto de vista del Parlamento Europeo en el sentido de que la existencia de unos pagos integrados es un complemento necesario para una zona de moneda única, y refuerza la aceptación del euro por parte del público. Con este fin, se han definido siete objetivos que se consideran indispensables para la existencia de una zona única de pagos para el euro. Además, el Eurosistema ha participado activamente en discusiones con el sector bancario, con objeto de actuar como catalizador del cambio en este terreno.

El capítulo VII proporciona información más detallada sobre los pagos transfronterizos en euros al por menor.



Luxemburgo: **La Banque centrale du Luxembourg dando la bienvenida al día € el 1 de enero de 2002.**

Capítulo XII

Marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

I Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales



El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los quince Estados miembros, es decir, incluye los tres BCN de los Estados miembros que no han adoptado aún el euro. Con objeto de aumentar la transparencia y que se entienda mejor la estructura del banco central de la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado el término “Eurosistema”. El Eurosistema está formado por el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado esta moneda, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional y constituye el núcleo del Eurosistema. El BCE ha de garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema, ya sea por medio de sus propias actividades, ya sea por medio de los BCN. Si bien en el Eurosistema

y en el SEBC la toma de decisiones se realiza de manera centralizada, el BCE, al adoptar sus decisiones sobre la manera en que han de llevarse a cabo las funciones del SEBC, sigue el principio de descentralización, de conformidad con los Estatutos del SEBC.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, ejecutan las funciones a ellos encomendadas con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN colaboran también en las tareas del SEBC a través de la participación de sus representantes en los distintos comités del SEBC (véase sección 5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

2 Órganos rectores del BCE

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Sin perjuicio de ello, el Consejo General se constituye como tercer órgano rector del BCE, siempre y cuando existan Estados miembros que no hayan adoptado aún el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado), por los Estatutos del SEBC y por el Reglamento Interno correspondiente¹.

2.1 Consejo de Gobierno

El *Consejo de Gobierno*, que es el órgano rector supremo del BCE, está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por

los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. De acuerdo con el Tratado, las principales responsabilidades del Consejo de Gobierno son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC, y
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez así como establecer las orientaciones necesarias para su implantación.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y sobre otras funciones del Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no

actúan como representantes de sus países respectivos, sino como personas plenamente independientes. Esto queda reflejado en el principio de “una persona, un voto”.

En el año 2001, el Consejo de Gobierno se reunió, por regla general, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. Siete reuniones, incluidas algunas no programadas, se celebraron mediante teleconferencia. Además, con arreglo a la decisión de que el Consejo de Gobierno se reuniría dos veces al año en otro país de la zona del euro, se celebró una reunión en el Central Bank of Ireland, en Dublín, y otra, en el Oesterreichische Nationalbank, en Viena. Como se menciona en el capítulo XI, en noviembre del 2001 el Consejo de Gobierno decidió modificar la estructura de sus reuniones. Así, en la primera reunión de cada mes, se realiza una evaluación exhaustiva de la evolución económica y monetaria y de las decisiones correspondientes, mientras que, por regla general, en la segunda reunión se examinan asuntos relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema.

¹ Los Reglamentos Internos se han publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, véase Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 125 de 19.5.1999, p. 34 y DO L 314 de 8.12.1999, p. 32; Reglamento interno del Consejo de Gobierno del BCE, DO L 75 de 20.3.1999, p. 36 y DO L 156 de 23.6.1999; p. 52; Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE/1999/7), DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. A excepción de esta última Decisión, todos ellos se han reproducido en el primer anuario jurídico del BCE, titulado “Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999, octubre 1999”, que puede consultarse también en la dirección del BCE en Internet.

Consejo de Gobierno



Segunda línea (de izquierda a derecha): Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Guy Quaden, Ernst Welteke, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio
Primera línea (de izquierda a derecha): Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Eugenio Domingo Solans
Antonio Fazio
Sirkka Hämäläinen
John Hurley
(desde el 11 de marzo de 2002)
Otmar Issing
Klaus Liebscher
Yves Mersch
Maurice O'Connell
(hasta el 10 de marzo de 2002)
Tommaso Padoa-Schioppa
Lucas D. Papademos
Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Nout Wellink
Ernst Welteke

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Gobernador del Banco de España
Gobernador del Banco de Portugal
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador de la Banca d'Italia
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Central Bank of Ireland

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Gobernador del Central Bank of Ireland

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gobernador del Banco de Grecia
Gobernador del National Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Gobernador de la Banque de France
Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Presidente del De Nederlandsche Bank
Presidente del Deutsche Bundesbank

2.2 Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, nombrados de común acuerdo por los gobiernos de los Estados miembros que han adoptado el euro, representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno,
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y

decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias a los BCN del Eurosistema,

- ser responsable de la actividad diaria del BCE, y
- asumir los poderes que delega el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Es práctica habitual que el Comité Ejecutivo se reúna al menos una vez por semana, para decidir la instrumentación de la política



Segunda línea (de izquierda a derecha): Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing
Primera línea (de izquierda a derecha): Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen

monetaria, la preparación de la reunión del Consejo de Gobierno y los asuntos internos del BCE.

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Hämmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

2.3 Consejo General

El Consejo General está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los quince BCN de la UE. Se ha hecho cargo de aquellas tareas desempeñadas por el Instituto Monetario Europeo que, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro, ha de seguir ejerciendo el BCE en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Fundamentalmente, el Consejo General es responsable de informar sobre los progresos realizados hacia la convergencia por los Estados miembros que aún no han adoptado el euro², así como de asesorar sobre los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cam-

bio de sus monedas (véase capítulo IV). Además, el Consejo General colabora en determinadas actividades del SEBC, tales como el desarrollo de las funciones consultivas (véase capítulo X) y la recopilación de la información estadística (véase capítulo IX). En el año 2001, el Consejo General se reunió cuatro veces, celebrándose dos de estas reuniones mediante teleconferencia.

2 Según el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca, ambos anexados al Tratado, los informes sobre el Reino Unido y Dinamarca sólo se realizarán si dichos países deciden solicitar la adopción del euro.

Consejo General



Segunda línea (de izquierda a derecha): Klaus Liebscher, Guy Quaden, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Lucas D. Papademos, Urban Bäckström, Ernst Welteke, Nout Wellink, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Jean-Claude Trichet
Primera línea (de izquierda a derecha): Jaime Caruana, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Vítor Constâncio

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Bodil Nyboe Andersen
Urban Bäckström
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Antonio Fazio
Edward A. J. George
John Hurley
(desde el 11 de marzo de 2002)
Klaus Liebscher
Yves Mersch
Maurice O'Connell
(hasta el 10 de marzo de 2002)
Lucas D. Papademos
Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Nout Wellink
Ernst Welteke

Presidente del BCE
Vicepresidente del BCE
Gobernador del Danmarks Nationalbank
Gobernador del Sveriges Riksbank
Gobernador del Banco de España
Gobernador del Banco de Portugal
Gobernador de la Banca d'Italia
Gobernador del Bank of England
Gobernador del Central Bank of Ireland

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Gobernador del Central Bank of Ireland

Gobernador del Banco de Grecia
Gobernador del National Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Gobernador de la Banque de France
Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Presidente del De Nederlandsche Bank
Presidente del Deutsche Bundesbank

3 Organización del BCE

3.1 Gestión institucional

Además de los órganos rectores del BCE descritos en las secciones anteriores, la gestión institucional del BCE comprende distintos procedimientos de control externo e interno.

Los Estatutos del SEBC prevén dos de ellos: los auditores externos y el Tribunal de Cuentas Europeo (artículo 27.1 de los Estatutos). El Tribunal de Cuentas Europeo examina la eficacia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2).

Además, la Dirección de Auditoría Interna, que depende directamente del presidente del BCE, efectúa continuamente auditorías por mandato del Comité Ejecutivo. Las funciones de la Dirección mencionada se encuentran definidas en la Carta de Auditoría del BCE, basada en normas profesionales utilizadas internacionalmente.³ Por otra parte, el Comité de Auditoría Interna es responsable de realizar auditorías por mandato del Consejo de Gobierno. La política de auditoría del BCE fue establecida por el Consejo de Gobierno para asegurarse de que todos los proyectos y sistemas operativos comunes del SEBC se auditaran, tarea que efectúa el Comité de Auditoría Interna.

La estructura de control interno del BCE tiene un enfoque funcional, en virtud del cual cada unidad organizativa (división, dirección o dirección general) es responsable de su propia eficiencia y control interno. Para ello, las unidades de gestión aplican un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad. Además de estos controles, determinadas unidades organizativas asesoran y elevan propuestas al Comité Ejecutivo sobre cuestiones de control específicas, a nivel horizontal.

El Código de Conducta sirve de guía y establece unos puntos de referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, a quienes se insta a mantener unos altos niveles de ética profesional en

el desempeño de sus funciones en el BCE, así como en sus relaciones con los BCN, autoridades públicas, participantes en los mercados, representantes de los medios de comunicación y el público en general.⁴ En este sentido, se hace eco de la iniciativa del Defensor del Pueblo Europeo relativa a la necesidad de un código de buen comportamiento administrativo para los funcionarios comunitarios en su relación con los ciudadanos.

El Comité Ejecutivo también adoptó un conjunto de medidas de control interno, incluidas normas detalladas para evitar el mal uso de la información confidencial relativa a los mercados financieros (“normas de información privilegiada” y “murallas chinas”). Por ellas, se prohíbe al personal del BCE y a los miembros del Comité Ejecutivo que se aprovechen, ya sea directa o indirectamente, de la información privilegiada a la que tengan acceso mediante la realización de actividades financieras privadas por cuenta propia y a su propio riesgo o por cuenta y riesgo de terceros.⁵ Además, el Comité Ejecutivo ha nombrado a un asesor ético para que oriente acerca de algunos aspectos de la conducta y el secreto profesionales. El asesor ético garantiza la interpretación uniforme del Reglamento del personal y, sobre todo, de las normas de información privilegiada

La autoridad presupuestaria del BCE se atribuye al Consejo de Gobierno, que aprueba el presupuesto del BCE, a partir de una propuesta presentada por el Comité Ejecutivo. Además, el Comité de Presupuestos colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con dicho presupuesto.

³ Principios y normas de los institutos profesionales pertinentes, tales como el Institute for Internal Auditors (IIA), la International Federation of Accountants (IFAC) y la Information Systems Audit and Control Association (ISACA).

⁴ Véase el Código de Conducta del Banco Central Europeo elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 111 Reglamento Interno del Banco Central Europeo, DO C 7 de 8.3.2001, p.12 y la dirección del BCE en Internet.

⁵ Véase artículo 1.2 del Reglamento del personal del BCE, relativo a la conducta y al secreto profesionales, DO C 236 de 22.8.2001, p. 13 y la dirección del BCE en Internet.

Con el fin de aunar los esfuerzos de las instituciones de las Comunidades Europeas y de los Estados miembros en la lucha contra el fraude y otras actividades ilegales, se ampliaron los mecanismos de control existentes inicialmente en el BCE mediante la constitución de un Comité independiente de Lucha contra el Fraude, en virtud de la Decisión del BCE sobre la prevención del fraude (BCE/1999/5)⁶. El Comité celebró tres reuniones durante el año y la Dirección de Auditoría Interna le mantuvo informado regularmente acerca de todos los asuntos relativos al desempeño de sus funciones.

De conformidad con el Reglamento (CE) n° 45/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, el Comité Ejecutivo nombró a un funcionario para la protección de datos personales, con efectos a partir del 1 de enero de 2002.

3.2 Gestión de recursos humanos

Empleados

A finales del año 2001, el número de empleados del BCE provenientes de los 15 Estados miembros ascendía a 1.043, de un total de 1.118,5 puestos presupuestados, frente a las 941 personas empleadas a finales del 2000. Los puestos presupuestados para el año 2002 se fijaron en un máximo de 1.154,5, un incremento del 3,2% con respecto al año 2001.

En la Dirección General de Estudios se inició un programa de investigadores visitantes, que se centra en proyectos concretos de investigación de alto nivel en el ámbito de la política monetaria. Se contrataron 13 investigadores cuyo período medio de estancia fue de dos meses.

También en la Dirección General de Estudios, el programa de postgraduados, destinado a estudiantes destacados próximos a concluir sus estudios de doctorado, contó con 13 participantes, cuyo período medio de estancia fue de tres meses.

En el conjunto del BCE, y para casi todas las unidades de gestión, se contrataron 87 personas en prácticas, estudiantes y licenciados, casi todas ellas con una educación económica.

El durante un período medio de contratación fue de tres meses y medio.

Políticas de gestión de recursos humanos

Las normas de contratación y promoción se han codificado y establecido en las Circulares Administrativas respectivas. Las normas tienen por objeto garantizar que la contratación y la promoción se basen en los principios de cualificación profesional, transparencia, igualdad de acceso y no discriminación, y establecer prácticas justas y equitativas en los procedimientos de contratación y promoción.

Como complemento al ejercicio anual de evaluación del desempeño, se ha introducido un proceso de recogida de información de múltiples fuentes referente a personas con altos cargos. Se pretende conocer el desarrollo personal en materia de capacidad de gestión. Los altos cargos (jefes de división, directores, subdirectores y directores generales) y los miembros del Comité Ejecutivo pueden participar voluntariamente en el proceso, a fin de recabar la opinión de sus subordinados directos, de sus iguales y, cuando proceda, de fuentes externas.

Guardería y Colegio Europeo

La guardería del BCE se ha trasladado del local provisional a su ubicación permanente. Sin embargo, a la vista de la elevada demanda de plazas, el local provisional seguirá abierto hasta que se amplíen las instalaciones definitivas. Al final, éstas tendrán capacidad para 130 niños, aproximadamente, con una edad máxima de seis años.

⁶ Véase la Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de octubre de 1999, sobre prevención del fraude (BCE/1999/5), DO L 291 de 12.11.1999, p. 36. En relación con esto, el Reglamento interno del Banco Central Europeo se modificó con la incorporación del nuevo artículo 9a, véase DO L 314 de 8.12.199, p.32.

La construcción del Colegio Europeo, decidida por el Consejo de los Colegios Europeos, se han retrasado. Por ello, el Colegio abrirá sus puertas en el año escolar 2002/2003 en unas instalaciones temporales e impartirá clases de preescolar y enseñanza primaria, y contará con cuatro secciones: inglés, francés, alemán e italiano.

Relaciones con los empleados

En el 2001, además de consultas formales acerca de modificaciones en las Condiciones de contratación, el Reglamento del personal y otros asuntos, el diálogo con el Comité de personal incluyó otras cuestiones. En concreto, en la segunda parte del año, se trató de la seguridad en el BCE.

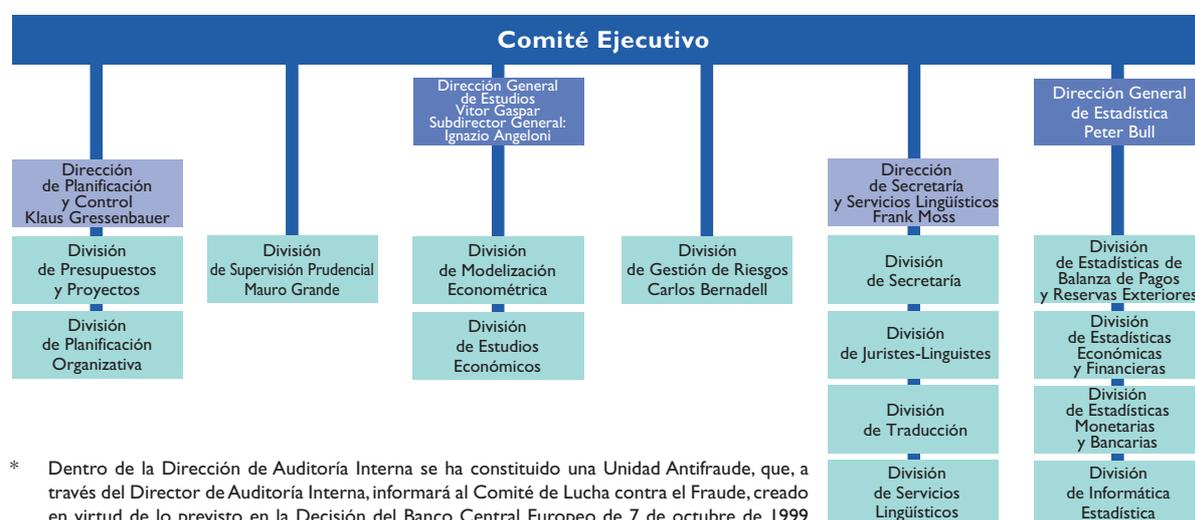
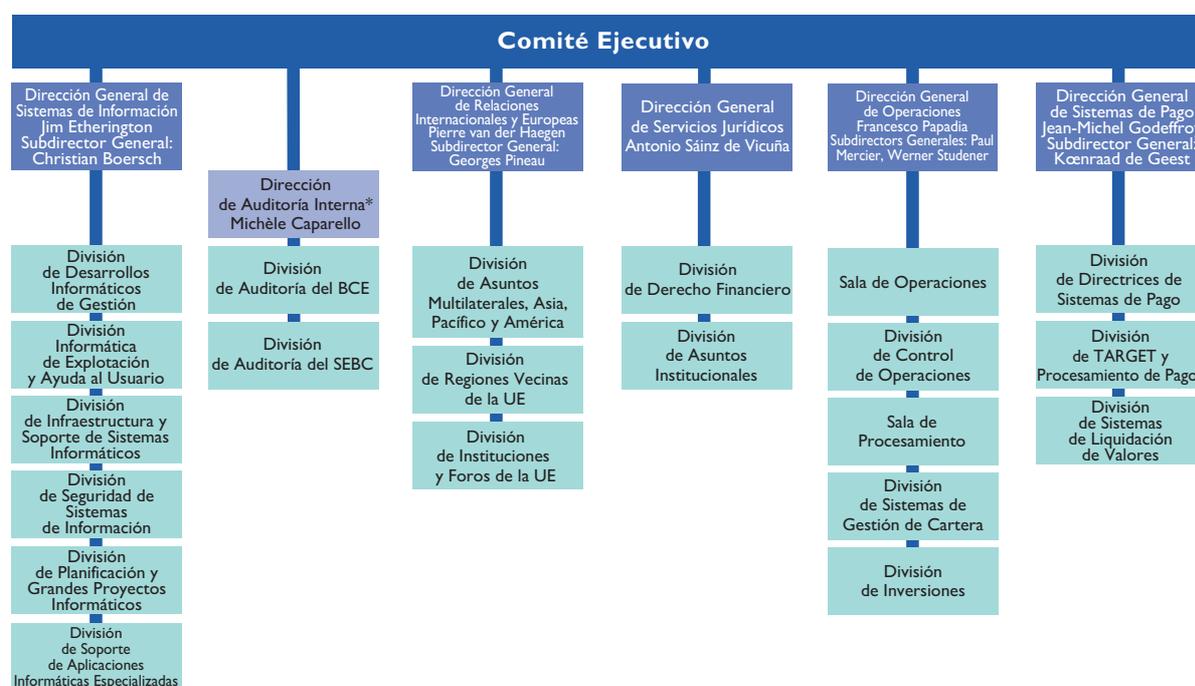
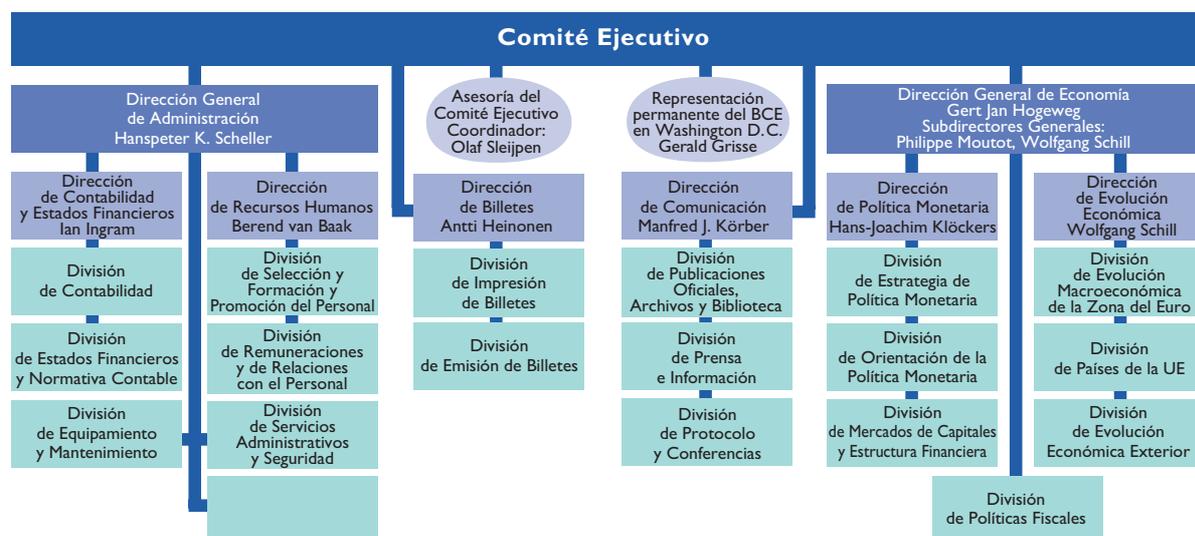
El Sindicato de Empleados del BCE expuso sus opiniones sobre los cambios propuestos en las Condiciones de contratación y en el Reglamento del personal. El tema del reconocimiento del Sindicato de Empleados y de un

sindicato externo como interlocutores sociales en la negociación de convenios colectivos está todavía pendiente en el Tribunal de Primera Instancia Europeo.

3.3 Organigrama del BCE

A la luz de la experiencia adquirida en los primeros tres años y medio de existencia del BCE, el Comité Ejecutivo decidió realizar una serie de ajustes organizativos. Para maximizar la sinergia existente entre las distintas unidades de gestión del BCE, se introdujeron algunos cambios en las competencias de los miembros del Comité Ejecutivo y en las funciones de las áreas operativas. Estos cambios, que entraron en vigor el 1 de enero y el 1 de marzo de 2002, respectivamente, se encuentran en el nuevo organigrama del BCE. Este ahora refleja mejor el hecho de que el Comité Ejecutivo actúa como órgano colegiado en la gestión de las actividades diarias del BCE.

3.3 Organigrama del BCE



* Dentro de la Dirección de Auditoría Interna se ha constituido una Unidad Antifraude, que, a través del Director de Auditoría Interna, informará al Comité de Lucha contra el Fraude, creado en virtud de lo previsto en la Decisión del Banco Central Europeo de 7 de octubre de 1999 sobre prevención del fraude (BCE/1999/5).

4 Diálogo Social del SEBC

En virtud de un acuerdo con las tres federaciones europeas de sindicatos que representan al personal del SEBC, el BCE ha establecido un Diálogo Social con los representantes de personal de los BCN y del BCE, cuyo objetivo es informar a los empleados y dialogar sobre las decisiones que los órganos rectores del BCE vayan a adoptar en relación con las funciones del SEBC, en la medida en que pue-

dan incidir de forma importante en la situación del empleo y en las condiciones de trabajo de los bancos centrales. En el año 2001, el grupo del Diálogo Social se reunió dos veces, y el principal tema a debate fue la producción de billetes denominados en euros en el futuro. La evolución de TARGET y la supervisión prudencial fueron otras cuestiones que se trataron en este ámbito.

5 Comités del SEBC

Los Comités del SEBC han seguido desempeñando un papel destacado en el ejercicio de las funciones del Eurosistema/SEBC. En julio del 2001, el Consejo de Gobierno ha renovado su mandato y reelegido a sus presidentes por un nuevo período de tres años. 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. Los Comités del SEBC están integrados por representantes de los bancos cen-

trales del Eurosistema y, cuando procede, de otros organismos competentes, como las autoridades nacionales de supervisión en el caso del Comité de Supervisión Bancaria. Los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro han nombrado también un representante para cada uno de los Comités del SEBC, para que asistan a las reuniones, siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. En la actualidad existen doce Comités del SEBC, todos ellos establecidos de con-

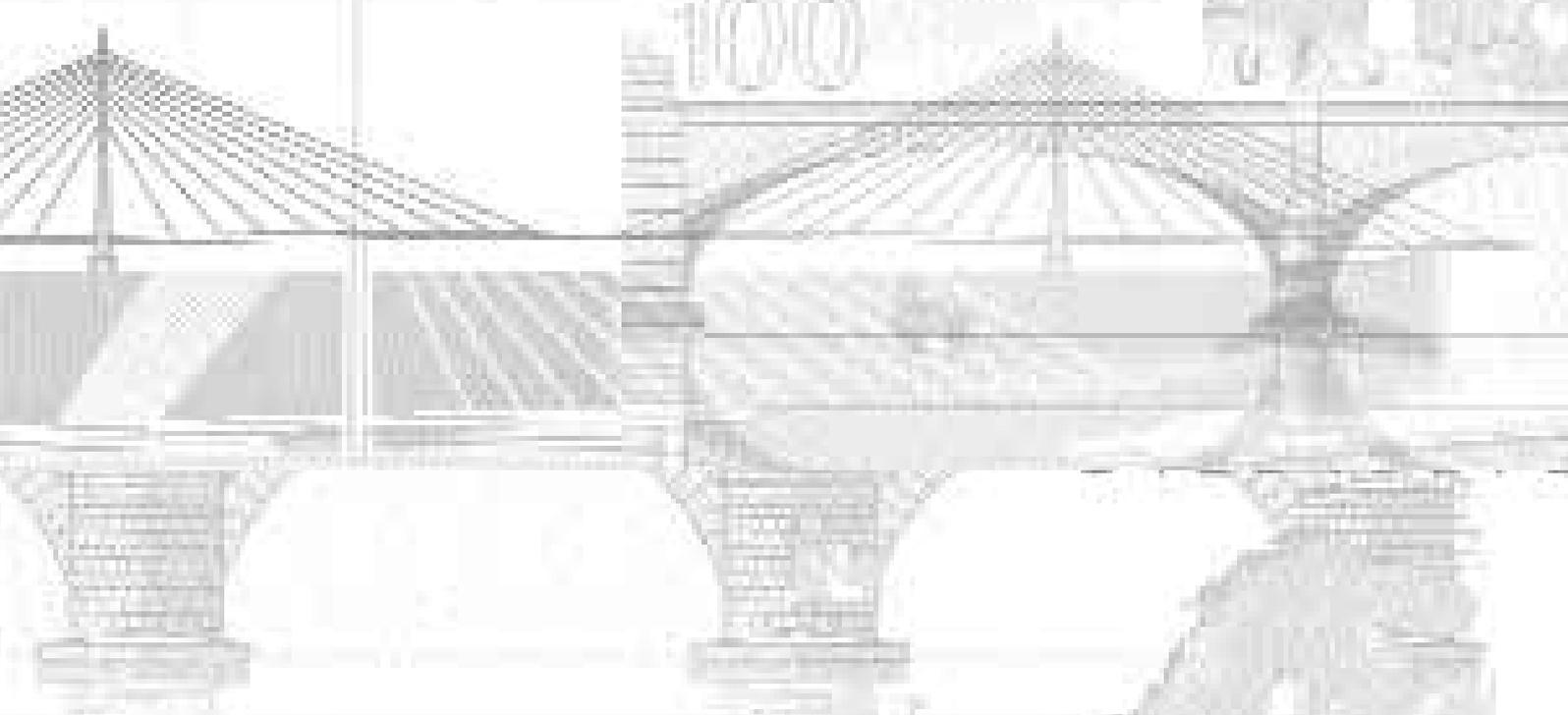
Comités del SEBC y sus presidentes

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Hanspeter K. Scheller	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de Supervisión Bancaria (BSC) Edgar Meister	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Billetes (BANCO) Antti Heinonen	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicación Externa (ECCO) Manfred J. Körber	Comité de Política Monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité de Tecnología Informática (ITC) Jim Etherington	Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Auditoría Interna (IAC) Michèle Caparelli	Comité de Estadísticas (STC) Peter Bull

formidad con el artículo 9 del Reglamento Interno del Banco Central Europeo.

Además de los Comités del SEBC, el Consejo de Gobierno estableció en 1998 el Comité de Presupuestos con arreglo al artículo 15 del Reglamento Interno del BCE. El Comité está integrado por representantes de los bancos

centrales del Eurosistema y asiste al Consejo de Gobierno en temas relacionados con el presupuesto del BCE. En julio del 2001, el Consejo de Gobierno revisó el mandato del Comité de Presupuestos y reeligió a su presidente, Liam Barron, por un nuevo período de tres años.



Países Bajos: **Jóvenes neerlandeses examinando los primeros billetes en euros, retirados de un cajero automático en Maastricht poco después de la medianoche del 1 de enero de 2002.**

Capítulo XIII

Cuentas anuales del BCE y balance consolidado del Eurosistema del año 2001

Balance a 31 de diciembre de 2001

Activo	Nota número	2001 €	2000 €
1 Oro y derechos en oro	1	7.766.265.040	7.040.906.565
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
2.1 Activos frente al FMI		72.074.161	0
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores		41.162.620.238	37.475.047.829
		41.234.694.399	37.475.047.829
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	3.636.568.460	3.824.522.571
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos, valores y préstamos		391.170.869	698.252.463
5 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	0	288.143.000
6 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	5	4 423.742.115	3.667.731.194
7 Cuentas intra-Eurosistema	6		
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		9.697.303.920	13.080.794.017
8 Otros activos			
8.1 Inmovilizado material e inmaterial	7.1	100.585.654	64.168.178
8.2 Otros activos financieros	7.2	92.762.198	81.758.341
8.3 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance		0	251.564.471
8.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos	7.3	620.508.777	862.316.142
8.5 Diversos	7.4	97.569.394	3.747.484
		911.426.023	1.263.554.616
Total activo		68.061.170.826	67.338.952.255
Pro memoria			
Posiciones a plazo denominadas en euros		0	2.885.697.468

Pasivo	Nota número	2001 €	2000 €
1 Depósitos en euros de entidades de crédito de la zona del euro	8	0	288.143.000
2 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	9	1.022.000.000	1.080.000.000
3 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro	10	271.375.580	3.421.112.123
4 Pasivos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	11	17.192.783	0
5 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro Depósitos y otros pasivos	11	5.840.349.099	4.803.381.255
6 Cuentas intra-Eurosistema Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores	12	40.497.150.000	39.468.950.000
7 Otros pasivos	13		
7.1 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos		1.759.319.678	1.626.022.228
7.2 Diversos		94.122.190	52.005.650
		1.853.441.868	1.678.027.878
8 Provisiones	14	2.803.216.269	2.637.039.135
9 Cuentas de revalorización	15	9.429.002.830	7.972.626.864
10 Capital y reservas	16		
10.1 Capital		4.097.229.250	3.999.550.250
10.2 Reservas		408.393.225	0
		4.505.622.475	3.999.550.250
11 Beneficio del ejercicio		1.821.819.922	1.990.121.750
Total pasivo		68.061.170.826	67.338.952.255
Pro memoria			
Posiciones a plazo denominadas en moneda extranjera		0	2.885.697.468

Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2001

	Nota número	2001 €	2000 €
Ingresos por intereses en moneda extranjera		1.707.431.459	2.507.164.892
Otros ingresos por intereses		2.271.129.068	4.657.469.867
<i>1.1 Ingresos por intereses</i>		3.978.724.527	7.164.634.759
Remuneración a los BCN de los activos de contrapartida de las reservas transferidas		(1.509.312.118)	(1.375.110.826)
Otros gastos por intereses		(1.698.022.587)	(4.375.476.075)
<i>1.2 Gastos por intereses</i>		(3.207.334.705)	(5.750.586.901)
1 Ingresos netos por intereses	1	771.389.822	1.414.047.858
2.1 Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	2	1.351.881.733	3.352.768.266
2.2 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	3	(109.023.392)	(1.084.563)
2.3 Transferencias a/de provisiones por riesgos de tipo de cambio y de precio		109.023.392	(2.600.000.000)
2 Resultado neto de operaciones financieras y provisiones		1.351.881.733	751.683.703
3 Ingresos netos por honorarios y comisiones	4	298.120	673.498
4 Otros ingresos	5	1.393.851	904.158
Total ingresos netos		2.124.963.526	2.167.309.217
5 Gastos de personal	6 y 7	(97.288.818)	(80.275.827)
6 Gastos de administración	8	(185.712.394)	(82.808.524)
7 Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(20.142.392)	(14.103.116)
Beneficio del ejercicio		1.821.819.922	1.990.121.750

Fráncfort del Meno, 12 de marzo de 2002

BANCO CENTRAL EUROPEO

Willem F. Duisenberg
Presidente

Normativa contable¹

Forma y presentación de los estados financieros

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación y que el Consejo de Gobierno de BCE considera apropiados para la función de un banco central. Estos principios son consistentes con lo estipulado en el Artículo 26.4 del Estatuto del SEBC, que exige un tratamiento normalizado de los principios y prácticas contables del Eurosistema.

Principios contables

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

Criterios de contabilización

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

Oro, activos y pasivos en moneda extranjera

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten en euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación.

La revalorización de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se realiza divisa a divisa, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en cuentas de orden.

La revalorización derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la revalorización por tipo de cambio.

En el caso del oro, no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar USA existente a 28 de diciembre de 2001.

Valores

Los valores negociables y activos similares se valoran al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2001, se utilizaron los precios medios del 28 de diciembre de 2001. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

Reconocimiento de ingresos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el cual se producen. Las ganancias y las pérdidas realizadas se registran en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Se utiliza un método de coste medio diario para calcular el coste de adquisición de los distintos elementos. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

¹ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 12 de diciembre de 2000 (BCE/2000/116), publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO L 33, 2.2.2001).

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se netean con ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

Acuerdos de recompra

Las cesiones temporales de valores se registran en el balance como depósitos con garantía de valores. El balance muestra los depósitos y el valor de los títulos usados como garantía. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE y se tratan como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en la divisa.

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no se revalorizan.

Las cesiones y adquisiciones temporales de valores (incluyendo operaciones de préstamo de valores), realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores, son registradas en el balance sólo cuando el colateral es proporcionado por el prestatario en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En 2001, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo durante la vigencia de tales operaciones.

Posiciones registradas fuera del balance

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones swap de divisas y otros instrumentos relativos a operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. Los futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratados de manera similar a los valores. Para los swaps en divisas, la posición a plazo se revaloriza junto con la posición al contado. Por tanto, no se producen diferencias de valoración, puesto que la divisa recibida y la obligación de devolverla se valoran en ambos casos al mismo tipo de cambio de mercado en euros. Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance se contabilizan y tratan de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Saldos intra-SEBC

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET² y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET. Estos saldos bilaterales se compensan diariamente por el

² TARGET es el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase también capítulo VII).

método de novación, manteniendo cada banco central una posición única frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN participantes, a excepción del capital del BCE y el pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-SEBC con el BCE de los BCN no participantes en el Eurosistema se incluyen dentro de "Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro".

Tratamiento de los activos fijos materiales e inmateriales

Los activos fijos materiales e inmateriales se valoran al precio de adquisición menos su depreciación. La depreciación se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

- Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor: 4 años
- Equipamiento, mobiliario e instalaciones: 10 años
- Edificios y gastos de renovación activados: 25 años.

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan.

Plan de pensiones del BCE

El BCE mantiene un plan de pensiones de aportación definida. Los activos del plan, que se mantienen con el único propósito de proporcionar pensiones para los miembros del plan y sus beneficiarios, se incluyen entre los otros activos del BCE y se identifican de forma separada. Las pérdidas y ganancias por

valoración en los activos del fondo de pensiones se reconocen como gastos e ingresos de dicho plan en el año en que se producen. Se garantiza un mínimo de pensiones a pagar con cargo a los rendimientos de la cuenta principal, que se nutre con las contribuciones del BCE, y que constituyen la base de los beneficios establecidos.

Entrada de Grecia en la zona del euro

Como consecuencia de la entrada de Grecia en la zona del euro el día 1 de enero de 2001³ se produjeron los hechos siguientes:

- El Banco de Grecia transfirió al BCE un importe de 97.679.000 euros, que supone el 95% de su capital suscrito en el BCE y que se suma al 5% ya pagado.
- Entre el 2 y el 5 de enero de 2001, de acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, el Banco de Grecia transfirió activos exteriores de reserva al BCE por un valor total equivalente a 1.278.260.161 euros⁴. Estos activos comprenden cantidades en oro, dólares USA y yenes japoneses en las mismas proporciones que los importes transferidos por los otros BCN participantes al principio de 1999. Las divisas fueron transferidas en forma de efectivo y valores. Se reconoció al Banco de Grecia un activo frente al BCE como contrapartida del capital pagado y de los activos exteriores de reserva transferidos.
- La depreciación del euro, en particular frente al dólar USA, implicó que el equivalente en euros de los activos en moneda extranjera transferidos, calculado usando los tipos vigentes al 29 de diciembre de 2000, fuera mayor que el importe que

³ Decisión del Consejo (2000/427/CE) de 19 de junio de 2000 de acuerdo con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado sobre la adopción del euro por parte de Grecia el 1 de enero de 2001, y el artículo 49 de los Estatutos del SEBC y las disposiciones legales adoptadas siguiendo dicho artículo por el Consejo de Gobierno del BCE de 16 de noviembre de 2000.

⁴ Esta cifra fue determinada multiplicando el valor en euros, al tipo de cambio vigente el 29 de diciembre de 2000, de los activos en moneda extranjera ya transferidos al BCE por los miembros del Eurosistema por la ratio resultante de dividir el número de acciones suscritas por el Banco de Grecia entre el número de acciones ya desembolsadas por los otros BCN del Eurosistema.

hubiera resultado en caso de transferir esos activos en 1999, junto con el resto de BCN participantes. Si el Banco de Grecia hubiera sido abonado con un activo de 1.278.260.161 euros, hubiera obtenido una mayor participación en el total de activos de los BCN participantes en el BCE que la que hubiera resultado de su cuota de capital en el BCE. Por tanto, este activo se redujo, de conformidad con el Banco de Grecia, a 1.028.200.000 euros de forma que estuviera en línea con su participación en el capital del BCE.

- La diferencia entre el activo ajustado y el valor de los activos transferidos fue registrado como parte de las contribuciones del Banco de Grecia, según el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, a las provisiones y reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2000. El pago total realizado por el Banco de Grecia respecto a estas contribuciones fue de 285.794.874 euros y se puede descomponer de la siguiente forma:

Contribuciones del Banco de Grecia de acuerdo con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC

Provisiones y reservas del BCE	Importe en euros	Nota del balance
Provisión especial para riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés	67.732.230	14
Cuentas de revalorización	207.693.768	15
Fondo general de reserva	10.368.876	16
Total	285.794.874	

El saldo pendiente de 35.734.713 euros fue pagado el 30 de marzo de 2001 después de la aprobación de las cuentas anuales del BCE para el año 2000.

Otras cuestiones

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo del BCE considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el Artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de PriceWaterhouseCoopers GmbH como auditor externo del BCE.

Notas al balance

1 Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24,7 millones de onzas de oro fino (2000: 24 millones de onzas). En el ejercicio 2001 no ha tenido lugar ninguna operación con oro. El incremento en el saldo es consecuencia del proceso de revalorización y de la transferencia de oro por el Banco de Grecia de acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC (ver "Oro, activos y pasivos en moneda extranjera" y "Entrada de Grecia en la zona euro" en el apartado sobre normativa contable).

2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro

2.1 Activos frente al FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2001. En este año, el BCE estableció un acuerdo bidireccional con el FMI para la compraventa de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo.

El DEG está definido en términos de una cesta de divisas. Su valor es determinado como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar USA, libra esterlina, yen japonés y euro). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como activos en moneda extranjera (ver "Oro, activos y pasivos en moneda extranjera" en las notas sobre normativa contable).

2.2 *Saldos con bancos e inversiones en valores, préstamos y otros activos exteriores. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona euro*

Estos activos incluyen los depósitos en bancos extranjeros, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, denominados en dólares USA y yenes japoneses.

3 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro

A 31 de diciembre de 2001, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a no residentes de la zona euro.

4 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona euro

A 31 de diciembre de 2001, excepto por las transacciones realizadas a través del programa de préstamo automático de valores (ver nota 18), no había acuerdos de recompra pendientes con entidades de crédito de la zona euro en relación con la gestión de los fondos propios del BCE.

5 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro

Recoge los valores negociables emitidos por determinados emisores de la zona del euro de elevada calidad crediticia.

6 Cuentas intra-Eurosistema

El principal componente de esta rúbrica son los saldos TARGET de los BCN participantes frente al BCE (ver "Saldos intra-SEBC" en el apartado sobre Normativa Contable).

	2001 €	2000 €
Debido por bancos centrales participantes en relación con TARGET	66.908.187.928	59.010.910.157
Debido a bancos centrales participantes en relación con TARGET	(57.210.884.008)	(45.930.059.415)
Posición neta	9.697.303.920	13.080.850.742

7. Otros activos

7.1 Inmovilizado material e inmaterial

Estos activos, a 31 de diciembre de 2001, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto en libros a 31 de dic. de 2001 €	Valor neto en libros a 31 de dic. 2000 €
Terrenos y construcciones	39.288.068	1.305.097
Equipos informáticos	28.703.744	21.042.849
Equipamientos, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	4.492.005	4.852.047
Inmovilizado en curso	8.077.125	21.691.248
Otros activos fijos	20.024.712	15.276.937
Total	100.585.654	64.168.178

El incremento de "Terrenos y construcciones", se debe a la activación de las inversiones efectuadas en la segunda sede del BCE, el Eurotheum, a la transferencia desde la partida "Inmovilizado en curso" como consecuencia de la puesta en funcionamiento de los activos, y a la adquisición de una residencia oficial para los presidentes de BCE.

7.2 Otros activos financieros

Los elementos principales de esta rúbrica del balance son:

- a) Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE, que ascienden a

53,9 millones de euros (42,9 millones en 2000). Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y del personal a 31 de diciembre de 2001, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones regulares del BCE y de los miembros del plan se realizan de forma mensual. Los activos del plan no son fungibles con otros activos financieros del BCE, y la renta de los mismos no constituye beneficios del BCE, sino que se reinvierte en el fondo, pendiente del pago de pensiones. El valor de los activos mantenidos por el plan se hace de acuerdo con la valoración dada por el gestor externo de los fondos, utilizando para ello los precios de mercado vigentes a fin de año.

- b) El BCE posee 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales, contabilizadas a su precio de adquisición (38,5 millones de euros).

7.3 Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos

El componente principal de esta partida son los intereses devengados por los valores y otros activos financieros.

7.4 Diversos

El incremento de los activos diversos en 2001 es debido principalmente a la activación de los costes relacionados con la producción de un stock de contingencia de billetes euro para el Eurosistema. Estos costes han sido cubiertos en un primer momento por el BCE, quedando pendiente la imputación del stock a los BCN valorado al coste.

Esta partida también incluye un derecho frente al Ministerio de Finanzas alemán, en relación al impuesto sobre el valor añadido recuperable y a otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables bajo los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las

Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

8 Depósitos en euros de entidades de crédito de la zona del euro

A 31 de diciembre de 2001, excepto por las transacciones realizadas a través del programa de préstamos automáticos de valores (ver nota 18), no había operaciones de recompra pendientes con entidades de crédito de la zona euro en relación con la gestión de los fondos propios del BCE.

9 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Euro Banking Association (EBA), que se utilizan para proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET.

10 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro

Estos pasivos incluyen principalmente los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no participantes en el Eurosistema como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET (ver "Saldos intra-SEBC" en el apartado sobre normativa contable).

11 Pasivos en moneda extranjera frente a residentes y no residentes en la zona del euro

Estos pasivos derivan de los acuerdos *repo* con residentes y no residentes de la zona euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

12 Cuentas intra-Eurosistema

Representa los pasivos frente a los BCN participantes que surgieron de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Los pasivos iniciales fueron denominados en euros por el contravalor de los activos en el momento de la transferencia, y son remunerados al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la nula remuneración del componente de oro (ver "Notas a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias", nota 1). El pasivo total ha aumentado como consecuencia de la transferencia de activos exteriores de reserva por el Banco de Grecia a principios del 2001 (ver "Entrada de Grecia en la zona euro" en el apartado sobre normativa contable).

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque Centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki	1,3970	698.500.000
Total	80,9943	40.497.150.000

13 Otros pasivos

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (ver nota 12). Las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones (53,9 millones de euros; 42,9 millones en 2000) y otras periodificaciones también se incluyen en este apartado.

14 Provisiones

Como en 31 de diciembre de 2000, y teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés, así como el volumen de sus reservas por revalorización, se consideró apropiada la constitución de una provisión especial frente a dichos riesgos, por importe de 2.600 millones de euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banco de Grecia contribuyó a esta provisión con 67,7 millones de euros (ver "Entrada de Grecia en la zona del euro" en el apartado de normativa contable). La necesidad de continuar con esta provisión será objeto de revisión con carácter anual.

Esta partida incluye también provisiones administrativas relacionadas con gastos en bienes y servicios. Dado el anuncio del BCE en 2001, respecto de su intención de adquirir un terreno en la ciudad de Fráncfort del Meno en el que construir sus oficinas permanentes, se consideró adecuada la constitución de una provisión para cubrir la obligación contractual de restaurar sus oficinas actuales, para devolverlas a su situación original cuando estas oficinas sean abandonadas.

15 Cuentas de revalorización

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. En su saldo se incluyen las contribuciones efectuadas por el Banco de Grecia de acuerdo con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC (ver "Entrada de Grecia en la zona euro" en el apartado sobre normativa contable).

	2001	2000
	€	€
Oro	1.691.913.278	1.120.787.564
Divisas	7.428.130.700	6.228.835.267
Valores	308.958.852	623.004.033
Total	9.429.002.830	7.972.626.864

16 Capital y reservas

Capital

La parte desembolsada de la suscripción por los BCN de la zona del euro, de los 5 mm de euros de capital del BCE, asciende a un total de 4.049.715.000 euros, distribuida como sigue:

	Participación en el capital (%)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Banco de Grecia	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki	1,3970	69.850.000
Total	80,9943	4.049.715.000

Las contribuciones de los BCN no participantes, que suponen el 5% de la cantidad que habrían tenido que aportar si estos países hubiesen participado en la Unión Monetaria, ascendieron a un total de 47.514.250 euros, cuyo detalle se muestra a continuación:

	Participación en el capital (%)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Total	19,0057	47.514.250

Estas cantidades representan las contribuciones necesarias para cubrir los gastos operativos del BCE en relación con las tareas reali-

zadas para los BCN no participantes. Dichos BCN no tienen que desembolsar ninguna suscripción de capital más allá de estas cantidades, en tanto no participen en el Eurosistema, y no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Reservas

De acuerdo con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC y la decisión del Consejo de Gobierno de 29 de marzo de 2001, un importe de 398 millones de euros del beneficio neto del año 2000 fue transferido a las reservas del BCE. Los restantes 10,4 millones de euros incluidos en esta partida corresponden a la contribución del Banco de Grecia según el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC (ver “Entrada de Grecia en la zona euro” en el apartado sobre normativa contable).

17 Acontecimientos posteriores al cierre del balance

El Consejo de Gobierno decidió que el BCE y los 12 BCN participantes en el Eurosistema deberán emitir billetes euro desde el 1 de enero del 2002⁵. Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes euro en circulación desde 2002, mientras que el 92% restante será emitido por los 12 BCN.

La participación del BCE en el total de billetes euro emitidos tendrá como contrapartida activos frente a los BCN a medida que estos últimos pongan los billetes del BCE en circulación. Estos activos, que devengan intereses⁶, serán asignados entre los BCN en proporción a sus respectivas cuotas de participación en el capital del BCE.

18 Programa de préstamos automáticos de valores

Como parte de la gestión de los fondos propios del BCE, éste acordó un programa de préstamos automáticos de valores en 2001, por el que un agente seleccionado negocia transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con un número de contrapartes, designadas por el BCE como contrapartes elegibles. Bajo este acuerdo, operaciones de cesiones y adquisiciones temporales, por un valor de 1,6 m.m. de euros cada una, estaban vivas a 31 de diciembre de 2001 (ver “Acuerdos de recompra” en el apartado sobre normativa contable).

19 Posiciones registradas fuera del balance

Los activos y pasivos a plazo procedentes de contratos swap en moneda extranjera vivos a 31 de diciembre de 2000 fueron liquidados durante el 2001.

A 31 de diciembre de 2001, no había pasivos contingentes vivos.

⁵ Decisión del BCE de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (BCE/2001/15), DO L 337, 20.12.2001, pp.52-54.

⁶ Decisión del BCE de 6 de diciembre de 2001 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002 (BCE/2001/16), DO L 337, 20.12.2001, pp. 55-61.

Notas a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

I Ingresos netos por intereses

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, relativos a los activos y pasivos denominados tanto en moneda extranjera como en euros, así como los procedentes de los saldos resultantes de las transacciones realizadas vía TARGET. La remuneración pagada a los BCN participantes en relación con los activos en moneda extranjera transferidos al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC se presenta de forma separada.

Los ingresos por intereses procedentes de los activos de reserva en moneda extranjera son presentados netos de los gastos por intereses de los pasivos de reserva en moneda extranjera de la siguiente forma:

	2001 €	2000 €
Ingresos brutos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	1.851.694.324	2.734.740.519
Gastos por intereses de los pasivos de reserva en moneda extranjera	(144.262.865)	(227.575.627)
Intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	1.707.431.459	2.507.164.892

La disminución de los ingresos netos por intereses respecto al año 2000 es debida principalmente a los menores ingresos netos por intereses procedentes de los activos denominados en dólares USA. Este decremento fue parcialmente compensado por unos mayores ingresos por intereses de los saldos resultantes de transacciones liquidados por TARGET, debido al incremento del saldo medio de estas posiciones en 2001 en comparación con el ejercicio anterior.

Los saldos de “Otros ingresos por intereses” y “Otros gastos por intereses” disminuyeron en 2001, debido principalmente al neteo de los saldos bilaterales por TARGET que tuvo

efecto desde el 30 de noviembre de 2000. Todos los saldos bilaterales por TARGET entre los BCN de la UE y el BCE son neteados diariamente al cierre de operaciones mediante un proceso de novación, dejando a cada BCN con un único saldo neto frente al BCE (ver “Cuentas Intra-Eurosistema” en el apartado sobre normativa contable).

2 Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Las ganancias netas proceden principalmente de la venta de valores como consecuencia de la gestión normal de la cartera de valores. La disminución de las ganancias netas realizadas en comparación con el 2000 es debida principalmente a que, en 2000, se registraron ganancias sustanciales debido a la intervención que el BCE llevó a cabo en los mercados de divisas. La venta de divisas procedentes de ingresos por intereses obtenidos desde principios de 1999 fue también incluida en esta partida. En 2001 no tuvo lugar intervención alguna en el mercado de divisas, y la venta de divisas procedentes de los rendimientos de las divisas fue suspendida.

3 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Este gasto es debido casi enteramente a las minusvalías experimentadas por determinados valores con respecto a su precio de adquisición, mostrados en el balance a su precio de mercado a 31 de diciembre de 2001, a causa de caídas en sus precios en la última parte del 2001 (ver “Reconocimiento de ingresos” en el apartado sobre normativa contable).

4 Ingresos netos por honorarios y comisiones

Este apartado está integrado por los ingresos y gastos que se señalan a continuación. Los ingresos proceden de las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas.

	2001 €	2000 €
Ingresos por honorarios y comisiones	931.206	1.296.112
Gastos por honorarios y comisiones	(633.086)	(622.614)
Ingresos netos por honorarios y comisiones	298.120	673.498

5 Otros ingresos

Otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio proceden principalmente de la transferencia a la cuenta de pérdidas y ganancias de provisiones administrativas no utilizadas.

6 Gastos de personal

Esta partida incluye salarios y otros gastos sociales por 82 millones de euros (67 millones en 2000), así como las aportaciones del promotor al fondo de pensiones y las cuotas de seguros de vida y accidentes. Los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 1,9 millones de euros (1,8 millones en 2000). Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios. La estructura de los salarios y otros gastos sociales, incluyendo los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado y es comparable con el esquema retributivo de las Comunidades Europeas.

A finales del año 2001, el BCE tenía 1.043 empleados, de los cuales 75 ocupaban puestos directivos. El número medio de empleados del BCE durante el año 2001 fue de 997, en comparación con los 823 de 2000.

Durante el año se contrataron 176 empleados y 74 abandonaron el BCE.

7 Plan de pensiones del BCE

De acuerdo con la normativa del plan, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. La última valoración actuarial se realizó el 31 de diciembre de 2000 utilizando el método *Projected Unit Credit*, sujeto a una obligación mínima igual a la suma global del efectivo que habría que pagar a los empleados cuando finalicen sus servicios.

El coste correspondiente al plan de pensiones se valora de acuerdo con el asesoramiento de actuarios cualificados. El coste total de las pensiones para el BCE, incluyendo una provisión para incapacidad y prestaciones de jubilación, fue de 14,9 millones de euros (13,1 millones en 2000). Asimismo, incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo por 0,7 millones de euros (0,6 millones en 2000). El BCE está obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

8 Gastos de administración

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento de edificios, mantenimiento de instalaciones, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

El incremento en los gastos de administración se debe a los gastos operativos adicionales relacionados con la segunda sede del BCE, el Eurotheum, así como a los mayores honorarios de consultoría, derivados fundamentalmente de la preparación de la Campaña de Información Euro 2002.

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo

Fráncfort del Meno

Hemos auditado los estados financieros adjuntos del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2001. El Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas. Nuestra responsabilidad es conseguir una opinión independiente sobre las mismas, basada en nuestra auditoría, y comunicársela a ustedes.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relevantes en relación con el volumen de las cuentas y su presentación. También incluye una opinión sobre las estimaciones significativas y los criterios utilizados en la preparación de las cuentas, y si las normas contables son apropiadas para las circunstancias del Banco Central Europeo y están adecuadamente presentadas.

En nuestra opinión, los estados financieros, que han sido preparados de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas a las cuentas del Banco Central Europeo, ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2001 y del resultado de sus operaciones durante el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2001.

Fráncfort del Meno, 14 de marzo de 2002

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[Firmado]
(Wagener)
Wirtschaftsprüfer

[Firmado]
(Kern)
Wirtschaftsprüfer

Nota sobre la distribución de beneficios

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2001 y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.

Distribución de beneficios

De acuerdo con el Artículo 33 de los Estatutos de BCE, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- Una cantidad, a determinar por el Consejo de Gobierno, que no puede exceder del 20% del beneficio neto, se transferirá al fondo general de reserva, con un límite igual al 100% del capital;
- El beneficio restante se distribuirá entre los accionistas del BCE en proporción a sus acciones desembolsadas.

De conformidad con dicho Artículo, el Consejo de Gobierno decidió, el 21 de marzo de 2002, transferir la cantidad de 364 millones de euros al fondo general de reserva, siendo distribuible el beneficio restante entre los BCN participantes en proporción al capital desembolsado.

Los BCN no participantes no tienen derecho a recibir parte alguna de los beneficios distribuíbles.

	2001 €	2000 €
Beneficio del ejercicio	1.821.819.922	1.990.121.750
Asignación al fondo general de reserva	(364.363.984)	(398.024.350)
Beneficios distribuibles	1.457.455.938	1.592.097.400
Distribución a los BCN	(1.457.455.938)	(1.592.097.400)
Total	0	0

Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2001

(millones de euros)

Activo	31 diciembre 2001	31 enero 2001 *	31 diciembre 2000
1 Oro y derechos en oro	126.801	118.610	117.073
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro			
2.1 Activos frente al FMI	32.008	27.106	26.738
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	232.957	243.545	232.087
	264.965	270.651	258.825
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	24.805	19.100	15.786
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro			
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5.707	4.149	3.750
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0	0
	5.707	4.149	3.750
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria			
5.1 Operaciones principales de financiación	142.000	222.988	222.988
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	60.000	45.000	45.000
5.3 Operaciones de ajuste	0	0	0
5.4 Operaciones estructurales	0	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	1.573	608	608
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	24	53	53
	203.598	268.648	268.648
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	487	2.286	578
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	27.984	29.059	26.071
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	68.603	69.375	57.671
9 Otros activos	90.813	91.208	87.559
Total activo	813.762	873.086	836.078

Debido al redondeo, los totales y subtotales pueden no cuadrar.

Pasivo	31 diciembre 2001	31 enero 2001 *	31 diciembre 2000
1 Billetes en circulación	269.556	380.281	371.370
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria			
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	147.580	126.599	124.402
2.2 Facilidad de depósito	488	240	240
2.3 Depósitos a plazo	0	0	0
2.4 Operaciones de ajuste	0	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	4	0	10
	148.072	126.839	124.642
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	37.159	10.950	305
4 Certificados de deuda emitidos	2.939	3.784	3.784
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro			
5.1 Administraciones públicas	44.970	53.894	53.353
5.2 Otros pasivos	6.307	6.020	3.694
	51.277	59.914	57.047
6 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9.446	11.412	10.824
7 Pasivos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.525	6.143	806
8 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona euro			
8.1 Depósitos y otros pasivos	20.227	14.193	12.414
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0	0
	20.227	14.193	12.414
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	6.967	6.848	6.702
10 Otros pasivos	76.107	74.691	72.277
11 Cuentas de revalorización	125.367	117.972	117.986
12 Capital y reservas	64.118	60.059	57.921
Total pasivo	813.762	873.086	836.078

* El balance consolidado a 1 de enero de 2001 muestra, a efectos de comparación, el efecto de la entrada del Banco de Grecia en el Eurosistema en esa fecha. Los cambios se derivan principalmente de la incorporación de los activos y pasivos del Banco de Grecia y de la reclasificación de los activos y pasivos del Euro-sistema frente a residentes en Grecia como activos y pasivos frente a residentes en la zona del euro

Anexos

Glosario

Acceso remoto (a un SITF): mecanismo que permite a una **entidad de crédito** radicada en un país (“país de origen”) participar directamente en un **sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF)** situado en otro país (“país de acogida”) y, a tal efecto, disponer de una cuenta de liquidación a su nombre en el banco central del país de acogida sin tener que abrir, necesariamente, una sucursal en dicho país.

Acervo comunitario: término utilizado habitualmente para referirse a toda la legislación comunitaria, incluidos los Tratados de la UE, los Reglamentos y las Directivas. Los países deberán haber aplicado el *acervo comunitario* que exista en el momento de su integración en la UE.

Activo de la lista “dos”: activo negociable o no negociable cuyos criterios de selección específicos los establecen los bancos centrales nacionales, previa aprobación del **BCE**.

Activo de la lista “uno”: activo negociable que cumple ciertos criterios de selección uniformes para el conjunto de la **zona del euro** establecidos por el **BCE**.

Activos de garantía: activos pignorados como garantía de devolución de los préstamos (v.g. que las **entidades de crédito** reciben de los bancos centrales), así como activos vendidos (v.g. a los bancos centrales por las entidades de crédito) como parte de las **operaciones dobles**.

Acuerdo de corresponsalía: acuerdo por el cual una **entidad de crédito** proporciona servicios de pagos y de otro tipo a otra entidad de crédito. Los pagos efectuados a través de corresponsales se suelen llevar a cabo mediante cuentas recíprocas (cuentas *nostro* y *loro*) a las que se pueden asignar líneas de crédito permanentes. Los servicios de corresponsalía se prestan, fundamentalmente, de forma transfronteriza, aunque, en algunos contextos nacionales, también se les conoce como relaciones de agencia. Una cuenta *loro* es el término empleado por una entidad corresponsal para describir una cuenta abierta a nombre de una entidad de crédito extranjera; por su parte, dicha entidad la considera una cuenta *nostro*.

Administraciones Públicas: tal como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, agrupa a la Administración Central, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social.

Agente liquidador: institución que gestiona el proceso de liquidación (por ejemplo, la determinación de las posiciones, la supervisión del intercambio de pagos, etc.) en los sistemas de transferencia de fondos o en cualesquiera otros sistemas que requieran liquidación.

Agregados monetarios: el **efectivo en circulación** y el saldo vivo de determinados pasivos de las **Instituciones Financieras Monetarias** y de la Administración Central (Correos, Tesoro) con un alto grado de liquidez. El **Eurosistema** ha definido el agregado monetario estrecho **M1** como el efectivo en circulación y los **depósitos a la vista**. El agregado “intermedio” **M2** comprende M1, los **depósitos a plazo** de hasta dos años y los **depósitos disponibles con preaviso** de hasta tres meses. El agregado monetario amplio **M3** incluye M2, las **cesiones temporales**, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores distintos de acciones de hasta dos años. El **Consejo de Gobierno** ha anunciado un valor de referencia para el crecimiento de M3 (véase, también, **valor de referencia para el crecimiento monetario**).

Ajuste entre déficit y deuda: diferencia entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública, que puede deberse, entre otros motivos, a cambios en el volumen de los activos financieros en poder de las Administraciones Públicas, a variaciones de la deuda pública en la cartera de otros subsectores de las Administraciones Públicas o a ajustes estadísticos.

Asociación Bancaria del Euro (EBA): organización que constituye un foro para el estudio y el debate de asuntos que interesan a sus miembros y, en concreto, de los relacionados con el uso del **euro** y con la liquidación de operaciones en esta moneda. La EBA creó una sociedad de compensación (*ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable*) con el fin de gestionar, a partir del 1 de enero de 1999, la Cámara de compensación del euro (Euro I), sucesora de la Cámara de compensación y liquidación del ECU.

Balance consolidado de las IFM: el balance consolidado del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** se obtiene contabilizando en cifras netas las posiciones de las distintas IFM que figuran en su balance agregado (v.g. los depósitos y los préstamos entre las IFM). Informa sobre los activos y pasivos del sector IFM frente a los residentes en la **zona del euro** que no pertenecen a este sector (es decir, **Administraciones Públicas** y otros residentes en la zona del euro) y frente a los no residentes en dicha zona. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los **agregados monetarios** y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y del **Eurosistema** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. El BCE está regido por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo, así como por el Consejo General, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Central Depositaria de Valores (CDV): servicio que registra valores u otros activos financieros y que permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. En una CDV pueden existir títulos físicos que se inmovilizan o valores desmaterializados (es decir, que sólo existen como anotaciones en cuenta).

Cesión temporal: acuerdo por el cual, cuando se vende un activo, el vendedor adquiere el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio predeterminado en una fecha futura o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores. El **Eurosistema** utiliza cesiones temporales con vencimiento determinado en sus **operaciones temporales**. Las cesiones temporales están incluidas en **M3** en los casos en los que el vendedor es una **Institución Financiera Monetaria (IFM)** y la entidad de contrapartida, un residente en la **zona del euro** distinto de IFM. De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/2001/13, que sustituye al Reglamento BCE/1998/16), las cesiones temporales se clasifican como pasivos en forma de depósito, ya que no son negociables.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Estos coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas): institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa en cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión formula unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo. Consta de veinte miembros e incluye dos representantes nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y el Reino Unido y uno de cada uno de los restantes Estados miembros.

Comité Económico y Financiero: órgano consultivo de la Comunidad establecido al inicio de la tercera fase, tras la disolución del Comité Monetario. Los Estados miembros, la **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno no más de dos representantes. Uno de los representantes nombrados por los Estados miembros se selecciona entre los altos cargos de las respectivas administraciones nacionales y el otro, entre los directivos de los bancos centrales nacionales. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero, entre las que se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente, el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

Comité de Reguladores de Valores Europeos (CRVE): el Comité de Reguladores de Valores Europeos, que se creó en junio del 2001, está compuesto por representantes de las autoridades públicas que regulan los mercados de valores. Aconseja a la **Comisión Europea** en temas relacionados con los mercados de valores y desempeña un papel importante en la transposición de la legislación comunitaria en los Estados miembros.

Consejo Europeo: proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros y el Presidente de la **Comisión Europea** (véase, también, **Consejo de la UE**).

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los quince bancos centrales nacionales de la UE.

Consejo de Gobierno: 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 Estados miembros que han adoptado el **euro**.

Consejo de Ministros: véase **Consejo de la UE**.

Consejo de la UE: institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los gobiernos de los Estados miembros, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina Consejo de Ministros). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de Consejo **ECOFIN**. Además, el Consejo puede reunirse en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno (véase, también, **Consejo Europeo**).

Contabilidad a valor de mercado: principio de valoración que estipula el empleo del precio de mercado, si existe, o una estimación del precio de mercado al valor actual de los flujos de caja esperados, para establecer el valor de los instrumentos financieros que debe figurar en el balance.

Crédito a residentes en la zona del euro: medida amplia de la financiación facilitada por el sector IFM a los residentes en la zona del euro distintos de **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** (incluidos el sector privado y las **Administraciones Públicas**). En su definición se incluyen préstamos y tenencias de valores. Entre estas últimas figuran acciones, participaciones y valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro que no son IFM. Dado que los valores pueden considerarse como fuente de financiación alternativa con respecto a los préstamos y dado que algunos préstamos pueden titulizarse, esta definición ofrece una información más precisa sobre el volumen total de financiación proporcionado por el sector IFM a la economía que una definición más limitada que sólo incluyera los préstamos.

Criterios de Copenhague: los criterios generales que los países han de cumplir como requisito previo a la adhesión a la Unión Europea se definieron en el **Consejo Europeo** de Copenhague de junio 1993. Los criterios de Copenhague exigen: (i) instituciones estables garantes de la democracia, la primacía del Derecho, los derechos humanos y el respeto de las minorías; (ii) la existencia de una economía de mercado viable, así como la capacidad de hacer frente a presiones competitivas y a fuerzas de mercado dentro de la UE; y (iii) y la capacidad de aceptar las obligaciones que conlleva la integración, incluida la adhesión a los objetivos de unificación política y a la **Unión Económica y Monetaria**.

Depósitos disponibles con preaviso: depósitos de ahorro, en los que el tenedor ha de esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetos a una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los disponibles con preaviso superior a tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a plazo: fundamentalmente depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden no ser convertibles antes de su vencimiento o ser convertibles, sujetos a una penalización. También comprende algunos instrumentos de renta fija no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no negociables. Los depósitos a plazo de hasta dos años están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los depósitos a más de dos años lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a la vista: depósitos con vencimiento al día siguiente. Esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión.

Dinero electrónico: procedimiento técnico que sirve como depósito electrónico del valor monetario y que puede utilizarse de forma generalizada para realizar pagos a entidades distintas de la entidad emisora, como instrumento al portador prepagado, sin necesidad de hacer uso de cuentas bancarias en la transacción (véase, también, **tarjeta multiuso prepagada**).

Distribución anticipada: distribución de billetes y monedas en **euros** a las **entidades de crédito** antes del año 2002.

ECOFIN: véase **Consejo de la UE**.

ECU (unidad de cuenta europea): el ECU era una cesta de monedas compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los Estados miembros de la UE. El valor del ECU se calculaba como media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. El 1 de enero de 1999 el euro sustituyó el **euro** a la par.

Efectivo en circulación: se refiere tanto a los billetes como a las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. Comprende los billetes denominados en **euros** y en las monedas nacionales sustituidas por la moneda única emitidos por el **Eurosistema** y por otras **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** de la **zona del euro** (en Irlanda y Luxemburgo), así como las monedas emitidas por algunos bancos centrales nacionales del Eurosistema y por la Administración Central. A lo largo de todo el año 2002, el efectivo en circulación incluirá las monedas sustituidas por el euro, aun cuando el euro sea la única moneda de curso legal en todos los países de la zona del euro a partir del 1 de marzo del 2002. Esta decisión se adoptó debido a que las monedas sustituidas por el euro pueden convertirse fácilmente en euros a tipos de conversión irrevocablemente fijos. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere sólo a los billetes y monedas en circulación mantenidos fuera del sector IFM (como figura en el **balance consolidado de las IFM**, lo que implica que se ha restado el efectivo emitido y tenido por las IFM – “reservas en efectivo” –). El efectivo en circulación no incluye los billetes que mantienen los bancos centrales en sus cajas (puesto que no se han emitido), ni las monedas conmemorativas que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

Enlaces entre sistemas de liquidación de valores: procedimientos y mecanismos entre dos **sistemas de liquidación de valores** para la transferencia transfronteriza de valores mediante anotaciones en cuenta.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de crédito: toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado I del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, modificada por la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000. Así, una entidad de crédito es (i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico. Se entenderá por “dinero electrónico” el valor monetario, representado por un derecho sobre el emisor que: (a) esté almacenado

electrónicamente; (b) se haya emitido tras la recepción de fondos por un importe no inferior al valor monetario emitido; y (c) sea aceptado como medio de pago por entidades distintas de la entidad emisora.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día. Se calcula como media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a un día no garantizados, denominados en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de entidades de crédito.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Banco Central Europeo**. El **Consejo de Gobierno** ha publicado una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios y para rendir cuentas. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. El **Consejo de Gobierno** anunció que la estabilidad de precios, definida de este modo, ha de mantenerse en el medio plazo. Esta definición establece un límite máximo para la tasa de inflación registrada, y, al mismo tiempo, el empleo de la palabra “incremento” indica que una deflación, es decir, descensos prolongados en el nivel del IAPC, no se consideraría compatible con la estabilidad de precios.

Estrategia de política monetaria: la estrategia de política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** se basa en la definición cuantitativa de **estabilidad de precios** y en dos marcos analíticos (“pilares”) que contribuyen a evaluar los riesgos para la futura estabilidad de precios. El primer pilar asigna un papel destacado al dinero – se analiza detenidamente la evolución de los agregados monetarios y crediticios por su contenido informativo –. Incluye un valor de referencia para el crecimiento monetario y una serie de modelos en los que la evolución de los agregados monetarios y crediticios es importante para determinar o predecir la evolución de los precios. El segundo pilar se basa en el análisis de una amplia gama de otras variables económicas y financieras. Incluye diversos modelos en los que las presiones de los costes y la relación entre la oferta y de demanda en los mercados de bienes, servicios y trabajo determina la evolución de los precios.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otra entidad. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento entre una y tres semanas y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de las principales entidades de crédito.

Euro: nombre de la moneda europea adoptado por el **Consejo Europeo** en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995 y utilizado en lugar del término **ECU** con el que figura en el **Tratado**.

Eurogrupo: grupo informal que integra a los miembros del Consejo **ECOFIN** que representan a los Estados miembros de la **zona del euro**. Se reúne con regularidad (normalmente antes de las reuniones del Consejo ECOFIN) para debatir asuntos relacionados con la responsabilidad compartida por los Estados miembros en materia de moneda única. La **Comisión Europea**, y, cuando procede, el **Banco Central Europeo** están invitados a tomar parte en dichas reuniones.

Eurosistema: comprende el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los Estados miembros que han adoptado el **euro** en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria** (véase, también, **zona del euro**). El Eurosistema, que está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, está compuesto, en la actualidad, por doce bancos centrales nacionales.

Eurostat: Oficina Estadística de las Comunidades Europeas que forma parte de la **Comisión Europea** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias.

Exigencia de reservas: obligación de que las entidades de crédito mantengan unas reservas mínimas en el banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**, la exigencia de reservas de una entidad de crédito se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas** por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, se permite que las entidades deduzcan una **franquicia** de las reservas exigidas.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para efectuar **depósitos a la vista** en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés predeterminado (véase **tipo de interés oficiales del BCE**).

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir crédito a un día de un banco central nacional a un tipo de interés predeterminado contra la entrega de activos de garantía (véase **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Franquicia: cantidad fija que una entidad deduce del cálculo de sus **exigencias de reservas** en el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**.

Grandes pagos: pagos, por lo general de cuantía muy elevada, que se realizan, principalmente, entre entidades de crédito o entre participantes en los mercados financieros y que suelen requerir una liquidación inmediata.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida utilizada por el **Consejo de Gobierno** para evaluar la **estabilidad de precios**. El IAPC fue desarrollado por la **Comisión Europea (Eurostat)**, en estrecha colaboración con los institutos estadísticos nacionales, con el **Instituto Monetario Europeo** y, posteriormente, con el **Banco Central Europeo** con el fin de cumplir las exigencias del **Tratado** de que se construyera un índice de precios de consumo comparable, que tuviera en cuenta las diferencias entre las distintas definiciones nacionales.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector creador de dinero de la **zona del euro**. Incluye los bancos centrales, las **entidades de crédito** residentes en la zona, definidas con arreglo al derecho comunitario, y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutivos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario. A finales del 2001, había

8.869 IFM en la zona del euro (el **Banco Central Europeo**, 12 bancos centrales nacionales, 7.218 entidades de crédito, 1.631 fondos del mercado monetario y otras seis instituciones financieras).

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994 al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Sus dos funciones principales consistían en reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**, la aplicación de una política monetaria única y la creación de una moneda única en la tercera fase. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

M1, M2, M3: véase **agregados monetarios**.

MTC II (Mecanismo de Tipos de Cambio): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre la **zona del euro** y los Estados miembros que no participan en ella desde el inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**. La participación en el MTC II es voluntaria; sin embargo, se espera que los Estados miembros acogidos a excepción se integren en él. Actualmente, la corona danesa participa en el MTC II con una banda de fluctuación en torno a la paridad central frente al **euro** de (2,25%. La intervención en los mercados de divisas y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales participantes que no son de la zona del euro pueden, sin embargo, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Margen de variación: el **Eurosistema** exige que se mantenga un margen concreto sobre los activos de garantía que se utilizan en las **operaciones temporales**, lo que supone que si el valor de mercado de dichos activos, medido periódicamente, se sitúa por debajo de un nivel determinado, las **entidades de contrapartida** habrán de aportar activos (o efectivo) adicionales. Del mismo modo, si tras una nueva valoración, el valor de mercado de los activos de garantía excede el importe adeudado por una entidad más el margen de variación, el banco central le devolverá el exceso de activos (o de efectivo).

Mecanismo de interlinking: uno de los componentes del sistema **TARGET**. El término se utiliza para designar las infraestructuras y los procedimientos que conectan los **Sistemas de liquidación brutos en tiempo real** nacionales, con el fin de procesar los pagos transfronterizos dentro del sistema TARGET.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten o se negocian fondos a corto plazo, mediante la utilización de instrumentos que, generalmente, tienen un vencimiento inferior a un año.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Sistema Europeo de Bancos Centrales** con el fin de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar los activos de garantía de modo transfronterizo. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros, lo que supone que cada banco central nacional tiene una cuenta de valores en su sistema de registro de valores para cada uno de los otros BCN, y para el **Banco Central Europeo**.

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g. un bono o una acción) en o hasta una fecha futura determinada (fecha de ejercicio o vencimiento) a un precio fijo (el precio de ejercicio). Una opción de compra da derecho al tenedor a comprar el activo subyacente a un precio de ejercicio predeterminado, mientras que una opción de venta le da derecho a venderlo a un precio de ejercicio acordado.

Operación de ajuste (*fine-tuning*): operación de mercado abierto no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

Operación doble: operación temporal para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

Operación estructural: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** principalmente para ajustar la posición de liquidez estructural del sector financiero frente al Eurosistema.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular, realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimiento a tres meses, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad mensual.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central, que supone la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: (i) compra o venta simple de activos (al contado o a plazo); (ii) compra o venta de activos mediante una **cesión temporal**; (iii) concesión o toma de préstamos contra la entrega de **activos de garantía**; (iv) emisión de certificados de deuda del banco central; (v) captación de depósitos a plazo fijo; o (vi) **swaps de divisas** entre la moneda nacional y una moneda extranjera.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación, con vencimiento a dos semanas, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad semanal.

Operación simple: operación por la cual se compran o vende activos, al contado o a plazo, a su vencimiento.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito contra la entrega de **activos de garantía**.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el otro relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del **procedimiento de déficit excesivo**, y por una Resolución del **Consejo Europeo** sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptada en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende servir para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, como medio de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenido.

nible que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige a los **Estados miembros** el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que les permitiría hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del **valor de referencia** del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que forman parte de la UE presentarán **programas de estabilidad**, mientras que los países no participantes seguirán presentando programas de convergencia.

Pago contra pago (PCP): mecanismo de un sistema de liquidación de divisas, que garantiza que la transferencia en firme de una divisa se realiza única y exclusivamente si se lleva a cabo la transferencia en firme de la otra u otras divisas.

Países candidatos a la adhesión: actualmente, hay trece países de la Europa Central y Oriental y del Mediterráneo que el **Consejo Europeo** reconoce como candidatos a la adhesión a la Unión Europea (UE). En este momento, los doce países que se citan a continuación han iniciado formalmente las negociaciones: Bulgaria, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, República Checa y Rumania. Turquía también es, oficialmente, un país candidato a la adhesión, si bien las negociaciones no se han iniciado aún, y participa en el Diálogo Económico con la UE. Cuando el Informe Anual menciona los países candidatos, hace referencia a los doce países con los que se está en negociaciones para su integración en la UE.

Paridad central respecto al euro: tipo de cambio oficial frente al **euro** de las monedas que participan en el **MTC II** y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Parlamento Europeo: está compuesto por 626 representantes de los ciudadanos de los **Estados miembros**. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo de los procedimientos seguidos para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **Unión Económica y Monetaria**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **Banco Central Europeo** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las entidades de crédito han de satisfacer. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes, que comienza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente.

Posición de inversión internacional (o posición acreedora o deudora neta frente al exterior): valor y composición del saldo de los activos y pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo. Actualmente, la posición de inversión internacional de la zona del euro se calcula en cifras netas a partir de los datos nacionales agregados.

Posición de liquidez del Eurosistema en moneda extranjera: comprende las **reservas internacionales del Eurosistema** y otros activos y pasivos en moneda extranjera del **Eurosistema**, incluidas las posiciones frente a los residentes en la **zona del euro**, tales como los depósitos en moneda extranjera colocados en entidades de crédito residentes en la zona del euro.

Primera fase, segunda fase, tercera fase: véase **Unión Económica y Monetaria (UEM):**

Procedimiento bilateral: mecanismo por el cual el banco central negocia directamente con una o varias **entidades de contrapartida**, sin utilizar los procedimientos de subasta. En los procedimientos bilaterales se incluyen las operaciones realizadas en las bolsas de valores o con agentes de mercado.

Programas de convergencia: véase **programas de estabilidad**.

Programas de estabilidad: planes públicos a medio plazo, que incluyen supuestos relativos a la evolución de las principales variables económicas, presentados por los Estados miembros con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. En estos programas, que han de actualizarse cada año, se destacan las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero** son los encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el Consejo **ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas ofrece un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten los déficit excesivos. Los países que no pertenecen aún a la **zona del euro** deberán presentar sus **programas de convergencia** con periodicidad anual, de conformidad con el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema** para predecir la posible evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones de la zona del euro se obtienen de una manera que es compatible con las proyecciones de cada uno de los países. Las proyecciones, que se publican semestralmente, forman parte del segundo pilar de la **estrategia de política monetaria** del **Banco Central Europeo** y constituyen uno de los distintos elementos que intervienen en la valoración de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Ratio de déficit: uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definido el déficit público en el Protocolo n° 20 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995**.

Ratio de deuda: uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definida la deuda pública en el Protocolo n° 20 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores de las **Administraciones Públicas**. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995**.

Realineamiento: cambio en la paridad central de una moneda que participa en un sistema de tipos de cambio con una referencia fija pero ajustable. En el **MTC II**, el realineamiento consiste en una modificación de la paridad central frente al **euro**.

Recorte de valoración: medida de control de riesgos aplicada a los activos de garantía utilizados en las **operaciones temporales**, que supone que el banco central calcula el valor de dichos activos recortando su valor de mercado en un determinado porcentaje. El **Eurosistema** aplica recortes de valoración según las características específicas de los activos, como por ejemplo el plazo de vida residual.

Redenominación de valores: la denominación de un valor es la moneda en la que está expresado su valor a la par (en la mayoría de los casos, el valor nominal de un certificado). La redenominación se refiere a un procedimiento mediante el cual la denominación inicial de un valor, emitido en moneda nacional, pasa a ser en **euros** a un tipo de conversión fijo e irrevocable.

Redistribución anticipada: distribución de billetes y monedas en **euros** realizada por las **entidades de crédito** a determinados grupos (minoristas, empresas de transporte de fondos, sector de máquinas expendedora y público en general) antes del año 2002.

Referencia: en relación con las inversiones, se trata de una cartera o un índice de referencia construido a partir de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La referencia sirve de base para comparar el comportamiento de la cartera efectiva. En el contexto de la gestión de activos exteriores del **Banco Central Europeo (BCE)**, la referencia estratégica es una cartera modelo que refleja las preferencias del BCE con respecto a la rentabilidad y al riesgo a largo plazo y cuyas características sólo se modifican en circunstancias excepcionales. La referencia táctica refleja las preferencias del BCE con respecto al rendimiento y al riesgo con un horizonte temporal de unos pocos meses, sobre la base de las condiciones de mercado vigentes, y se revisa mensualmente.

Regla de distribución de pérdidas (o acuerdo de distribución de pérdidas): acuerdo entre los participantes en un sistema de transferencia o en una cámara de compensación relativo a la distribución de cualquier pérdida ocasionada por el incumplimiento de sus obligaciones por parte de uno o más participantes; el acuerdo estipula la forma de repartir la pérdida entre las partes implicadas, en caso de que tenga que aplicarse.

Reservas internacionales del Eurosistema: los activos de reserva de la **zona del euro** comprenden los activos de reserva del **Eurosistema**, es decir, los activos de reserva del **Banco Central Europeo (BCE)** y los de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes. Estos activos deben estar bajo el control efectivo de la autoridad monetaria competente, ya sea el BCE o el banco central nacional de uno de los Estados miembros participantes y referirse a activos exteriores, denominados en monedas que no sean el **euro**, altamente líquidos, negociables y de calidad frente a los no residentes en la zona del euro, más oro monetario, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el Fondo Monetario Internacional de los bancos centrales nacionales participantes.

Riesgo de liquidación: término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. El riesgo puede ser tanto de crédito como de liquidez.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema de entrega contra pago (ECP): mecanismo de un **sistema de liquidación de valores** que garantiza que la transferencia en firme de un activo se realiza única y exclusivamente si se produce la transferencia en firme de otro u otros activos. Estos activos pueden ser valores u otros instrumentos financieros.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): el SEBC se compone del **Banco Central Europeo (BCE)** y de los bancos centrales nacionales de los quince **Estados miembros**, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que aún no han adoptado el **euro**. El SEBC está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE. Un tercer órgano rector es el **Consejo General**.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas homogéneas para poder realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas (SCN 93). El SEC 95 es la última versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo.

Sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF): sistema de transferencia de fondos en el que la mayoría de sus participantes directos (o todos ellos) son **entidades de crédito**.

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua). Véase, también, **TARGET**.

Sistema de liquidación neto (SLN): sistema de transferencia de fondos en el que las operaciones de liquidación se realizan mediante un esquema neto bilateral o multilateral.

Sistema de liquidación de valores: sistema que permite la tenencia y la transferencia de valores o de otros activos financieros, tanto libre de pago como contra pago.

Sistema de transferencia de fondos (STF): mecanismo formal, basado en un contrato privado o en el derecho estatutario, con numerosos miembros, reglas comunes y procedimientos normalizados, para la transmisión y liquidación de las obligaciones monetarias surgidas entre dichos miembros.

Subasta estándar: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un plazo de veinticuatro horas. Todas las **entidades de contrapartida** que cumplan los criterios generales de selección tienen derecho a presentar pujas.

Subasta rápida: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de ajuste**. Las subastas rápidas se ejecutan en el plazo de una hora y se limitan a un grupo restringido de **entidades de contrapartida**.

Swap de divisas: dos operaciones simultáneas, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede realizar operaciones de mercado abierto mediante **swaps** de divisas en los que los bancos centrales nacionales (o el **Banco Central Europeo**) compran o venden **euros** al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden o compran a plazo.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema descentralizado compuesto por 15 SLBTR nacionales y el sistema de pago del BCE. Los SLBTR nacionales y el sistema de pago del **BCE** están interconectados mediante un procedimiento común (el **mecanismo de interlinking**) que permite que los pagos transfronterizos efectuados en la Unión Europea puedan transferirse de un sistema a otro.

Tarjeta multiuso prepagada: tarjeta que puede utilizarse para efectuar una amplia gama de pagos, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, aunque, a veces, su uso puede limitarse a una zona determinada. La tarjeta de pago multiuso recargable se conoce, también, con el nombre de monedero electrónico (véase, también, **dinero electrónico**).

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable correspondientes a las operaciones principales de financiación. Como **tipo de interés oficial del BCE** desempeña, en la actualidad, el papel previamente representado por el tipo de interés de las subastas a tipo fijo (véase **tipos de interés oficiales del BCE**)

Tipos de cambio efectivos (nominales/reales) (TCE): los tipos de cambio efectivos nominales son una media geométrica ponderada de varios tipos de cambio bilaterales. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios y costes externos en relación con los internos. Son, por lo tanto, medidas de competitividad en términos de precios y costes. El **Banco Central Europeo** calcula los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales de la **zona del euro**. A partir de enero del 2001, el grupo reducido se compone de 12 países industrializados y de reciente industrialización y el grupo amplio, de 38 socios comerciales, que incluyen economías de mercados emergentes y economías en transición. Los índices de tipos de cambio efectivos reales de la zona del euro se calculan utilizando medidas alternativas de precios y costes

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** y que fija el **Consejo de Gobierno**. En este momento, los tipos de interés oficiales del BCE son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la Comunidad Económica Europea (CEE), que ahora es la Comunidad Europea, y, con frecuencia, se le ha denominado "Tratado de Roma". El Tratado de la Unión Europea (al que se le suele denominar "Tratado de Maastricht") se firmó el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y estableció la Unión Europea. El "Tratado de Amsterdam", que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado de la Unión Europea. Del mismo modo, el "Tratado de Niza", que concluyó la Conferencia Intergubernamental del 2000 y que se firmó el 26 de febrero de 2001, añadirá nuevas modificaciones al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y al Tratado de la Unión Europea, una vez que sea ratificado y que entre en vigor.

Tratado de Maastricht: véase **Tratado**.

UEM: véase **Unión Económica y Monetaria**.

UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil): sistema de telefonía móvil de “tercera generación”. Los gobiernos de la UE están vendiendo o concediendo licencias para frecuencias de telefonía móvil a empresas de telecomunicaciones.

Unión Económica y Monetaria (UEM): el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en tres fases. La primera fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo**, la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público, la prohibición del acceso privilegiado del sector público a las instituciones financieras y el procedimiento para evitar los déficit excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo (BCE)** y con la introducción del **euro**. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero del 2002 completó el proceso de constitución de la UEM

Valor de referencia para el crecimiento monetario: el **Consejo de Gobierno** otorga un papel destacado al dinero a la hora de instrumentar la política monetaria única, lo que supone un análisis detenido de los **agregados monetarios** y de sus contrapartidas, debido a la información que contienen sobre la evolución futura de los precios. Esta importancia del dinero se pone de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento del agregado monetario **M3**. Dicho valor se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de **estabilidad de precios** formulada por el **Consejo de Gobierno**, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, el concepto valor de referencia no conlleva un compromiso por parte del Consejo de Gobierno de corregir automáticamente las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

Valor de referencia para la situación fiscal: el Protocolo nº 20 sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las **Administraciones Públicas** (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase, también, **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

Volatilidad implícita de los tipos de interés: medida de la volatilidad esperada de los tipos de interés futuros a corto y a largo plazo, que puede obtenerse del precio de las opciones. Dado el precio de mercado observado de una opción, la volatilidad implícita puede calcularse utilizando una fórmula de valoración de opciones convencional que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente durante el período hasta el vencimiento de la opción. Los activos subyacentes pueden ser futuros sobre tipos de interés a corto plazo, como, por ejemplo, el EURIBOR a tres meses, o sobre bonos a largo plazo, como los bonos alemanes a diez años. Dados los supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la volatilidad esperada por los mercados en el tiempo que resta hasta el vencimiento de la opción.

Zona del euro: zona que incluye a aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el **euro** como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Grecia (que se integró el 1 de enero de 2001), España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

Cronología de medidas de política monetaria

2 de enero de 2001

El 1 de enero de 2001, Grecia adoptó el euro, convirtiéndose así en el duodécimo Estado miembro de la UE que adopta la moneda única y el primero en hacerlo desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el 1 de enero de 1999. Como resultado de esta medida, el Banco de Grecia se convierte en miembro de pleno derecho del Eurosistema con los mismos derechos y obligaciones que los once bancos centrales nacionales de los Estados miembros que habían adoptado el euro con anterioridad. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el Banco de Grecia desembolsa el resto de su contribución al capital del BCE y la correspondiente a las reservas del BCE y le transfiere, además, su contribución a los activos exteriores de reserva de la institución.

4 de enero de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente. Decide, además, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2001. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en dicho año y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación.

18 de enero, 1 de febrero, 15 de febrero, 1 de marzo, 15 de marzo, 29 de marzo, 11 de abril y 26 de abril de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

10 de mayo de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de mayo de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,5% y el 3,5%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 11 de mayo de 2001.

23 de mayo, 7 de junio, 21 de junio, 5 de julio, 19 de julio y 2 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,5%, 5,5% y 3,5%, respectivamente.

30 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 5 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facili-

dad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 31 de agosto de 2001.

13 de septiembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

17 de septiembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 19 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 18 de septiembre de 2001.

27 de septiembre, 11 de octubre y 25 de octubre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

8 de noviembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el

14 de noviembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 9 de noviembre de 2001. Además, el Consejo de Gobierno decide que, como norma general, realizará la valoración del tono de la política monetaria solamente durante su primera reunión del mes.

6 de diciembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente. Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

3 de enero de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente. Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno acuerda que podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 de febrero y 7 de marzo de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Instrumentos jurídicos adoptados por el Banco Central Europeo en el año 2001

En esta lista figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2001 y publicados en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas. Estos y otros instrumentos jurídicos adoptados por la institución y publicados en el Diario Oficial se encuentran a disposi-

ción de los interesados en la Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Para obtener un listado de los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación, consulte la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Número	Título	Publicación
BCE/2001/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 10 de enero de 2001, por la que se adoptan determinadas disposiciones sobre el cambio de moneda en 2002	DO L 55, 24.02.2001, pp. 80 – 83
BCE/2001/2	Recomendación del Banco Central Europeo, de 1 de marzo de 2001, de Reglamento del Consejo relativo a la modificación del Reglamento (CE) nº 2531/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo	DO C 89, 20.03.2001, pp. 4 – 6
BCE/2001/3	Orientación del Banco Central Europeo, de 26 de abril del 2001, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (Target)	DO L 140, 24.05.2001, pp. 72 – 86
BCE/2001/4	Reglamento del Banco Central Europeo, de 10 de mayo de 2001, por el que se modifica el Reglamento BCE/1999/4 sobre las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones	DO L 137, 19.05.2001, p. 24
BCE/2001/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de junio de 2001, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/1, de 3 de febrero de 2000, 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 activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo	DO L 190, 12.07.2001, pp. 26 – 28
BCE/2001/6	Decisión del Banco Central Europeo, de 5 de julio de 2001, por la que se modifica la Decisión BCE/1998/4 relativa a la adopción de las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo	DO L 201, 26.07.2001, p. 25
BCE/2001/7	Decisión del Banco Central Europeo, de 30 de agosto de 2001, sobre las denominaciones, especificaciones, reproducción, canje y retirada de los billetes de banco denominados en euros	DO L 233, 31.08.2001, pp. 55 – 57
BCE/2001/8	Orientación del Banco Central Europeo, de 13 de septiembre de 2001, por la que se adoptan determinadas disposiciones sobre la distribución anticipada de billetes de banco denominados en euros fuera de la zona del euro	DO L 257, 26.09.2001, pp- 6 – 9
BCE/2001/9	Orientación del Banco Central Europeo, de 27 de septiembre de 2001, sobre las operaciones de los Estados miembros participantes con sus fondos de maniobra oficiales en moneda extranjera, adoptada en virtud del artículo 31.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo	DO L 276, 19.10.2001, pp. 21 – 26

Número	Título	Publicación
BCE/2001/10	Orientación del Banco Central Europeo, de 25 de octubre de 2001, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/6, de 20 de julio de 2000, sobre la aplicación del artículo 52 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo tras el término del período transitorio	DO L 304, 21.11.2001, pp. 28 – 29
BCE/2001/11	Decisión del Banco Central Europeo, de 8 de noviembre de 2001, sobre ciertas condiciones de acceso al Sistema de Control de Falsificaciones (SCF)	DO L 337, 20.12.2001, pp. 49-51
BCE/2001/12	Orientación del Banco Central Europeo, de 16 de noviembre de 2001, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/1 sobre la gestión de activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo	DO L 310, 28.11.2001, pp. 31-32
BCE/2001/13	Reglamento del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 333, 17.12.2001, pp. 1-46
BCE/2001/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de diciembre de 2001, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/7 sobre las denominaciones, especificaciones, reproducción, canje y retirada de los billetes de banco denominados en euros	DO L 5, 9.1.2002, pp. 26-28
BCE/2001/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 337, 20.12.2001, pp. 52-54
BCE/2001/16	Decisión del Banco Central Europeo, 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, 20.12.2001, pp. 55-61
BCE/2001/17	Recomendación del Banco Central Europeo, de 6 de diciembre de 2001, sobre la derogación de las normas de los Estados miembros participantes limitativas de la cantidad de moneda metálica denominada en una unidad monetaria nacional que pueden emplearse en un solo pago	DO C 356, 14.12.2001, pp. 9-10
BCE/2001/18	Reglamento del Banco Central Europeo, de 20 de diciembre de 2001, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras	DO L 10, 12.1.2002, pp.24-46
BCE/2001/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 20 de diciembre de 2001, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en el 2002	DO L 344, 28.12.2001, pp.89

Documentos publicados por el Banco Central Europeo

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Informe Anual

“Informe Anual 1998”, abril 1999.

“Informe Anual 1999”, abril 2000.

“Informe Anual 2000”, mayo 2001.

Informe de Convergencia

“Informe de Convergencia 2000”, mayo 2000.

Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

“El área del euro al inicio de la Tercera Etapa”, enero 1999.

“La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, enero 1999.

“Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, febrero 1999.

“El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro”, abril 1999.

“El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias”, abril 1999.

“El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, mayo 1999.

“La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, mayo 1999.

“Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro”, julio 1999.

“El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, julio 1999.

“El papel internacional del euro”, agosto 1999.

“Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999”, agosto 1999.

“Diferenciales de inflación en una unión monetaria”, octubre 1999.

“Los preparativos del SEBC para el año 2000”, octubre 1999.

“Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa”, noviembre 1999.

“El sistema TARGET y los pagos en euros”, noviembre 1999.

“Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo”, noviembre 1999.

“La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera”, enero 2000.

“Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema”, enero 2000.

“El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE”, febrero 2000.

“El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores”, febrero 2000.

“Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro”, abril 2000.

“La UEM y la supervisión bancaria”, abril 2000.

“El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria”, mayo 2000.

“Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro”, mayo 2000.

“Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación”, julio 2000.

“La transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, julio 2000.

“El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro”, julio 2000.

“Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general”, agosto 2000.

“El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes”, agosto 2000.

“Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación”, octubre 2000.

“Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea”, octubre 2000.

“Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, noviembre 2000.

“Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico”, noviembre 2000.

“La zona del euro tras la integración de Grecia”, enero 2001.

“Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre”, enero 2001.

“Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales”, enero 2001.

“Características de la financiación empresarial en la zona del euro”, febrero 2001.

“Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro”, febrero 2001.

“La política de comunicación del Banco Central Europeo”, febrero 2001.

“Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro”, abril 2001.

“El sistema de activos de garantía del Eurosistema”, abril 2001.

“La introducción de los billetes y monedas en euros”, abril 2001.

“Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario”, mayo 2001.

“El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE”, mayo 2001.

“Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro”, mayo 2001.

“Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro”, julio 2001.

“Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro”, julio 2001.

“Política fiscal y crecimiento económico”, agosto 2001.

“Reformas de los mercados de productos en la zona del euro”, agosto 2001.

“La consolidación de las entidades de contrapartida central en la zona del euro”, agosto 2001.

“Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria”, octubre 2001.

“Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema”, octubre 2001.

“El canje del efectivo en euros en los mercados fuera de la zona del euro”, octubre 2001.

“El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro”, noviembre 2001.

“El marco de política económica de la UEM”, noviembre 2001.

“Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro”, enero 2002.

“Preparativos de los billetes en euros: desde la puesta en circulación hasta el período posterior a su emisión”, enero 2002.

“El mercado de valores y la política monetaria”, febrero 2002.

“Evolución reciente de la cooperación internacional”, febrero 2002.

Occasional Papers

- 1 “The impact of the euro on money and bond markets”, por Javier Santillán, Marck Bayle y Christian Thygesen, julio 2000.
- 2 “The effective exchange rates of the euro”, por Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann, febrero 2002.

Documentos de trabajo

- 1 “A global hazard index for the world foreign exchange markets”, por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank”, por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.

- 3 “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world”, por C. Detken, mayo 1999.
- 4 “From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries”, por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 “Core inflation: a review of some conceptual issues”, por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 “The demand for M3 in the euro area”, por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 “A cross-country comparison of market structures in European banking”, por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 “Inflation zone targeting”, por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models”, por G. Coenen, enero 2000.
- 10 “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention”, por R. Fatum, febrero 2000.
- 11 “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?”, por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 “Indicator variables for optimal policy”, por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.
- 13 “Monetary policy with uncertain parameters”, por U. Söderström, febrero 2000.
- 14 “Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty”, por G. D. Rudebusch, febrero 2000.
- 15 “The quest for prosperity without inflation”, por A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 “Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model”, por P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 “Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment”, por S. Fabiani y R. Mestre, marzo 2000.
- 18 “House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis”, por M. Iacoviello, abril 2000.
- 19 “The euro and international capital markets”, por C. Decken y P. Hartmann, abril 2000.
- 20 “Convergence of fiscal policies in the euro area”, por O. de Bandt y F. P. Mongelli, mayo 2000.
- 21 “Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data”, por M. Ehrmann, mayo 2000.
- 22 “Regulating access to international large-value payment systems”, por C. Holthausen y T. Rønde, junio 2000.
- 23 “Escaping Nash inflation”, por In-Koo Cho y T. J. Sargent, junio 2000.
- 24 “What horizon for price stability”, por F. Smets, julio 2000.
- 25 “Caution and conservatism in the making of monetary policy”, por P. Schellekens, julio 2000.
- 26 “Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making”, por B. Winkler, agosto 2000.

- 27 “This is what the US leading indicators lead”, por M. Camacho y G. Pérez-Quirós, agosto 2000.
- 28 “Learning, uncertainty and central bank activism in a economy with strategic interactions”, por M. Ellison y N.Valla, agosto 2000.
- 29 “The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case”, por S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto y P. Sestito, septiembre 2000.
- 30 “A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities”, por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2000.
- 31 “The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?”, por R. Gropp y K. Kostial, septiembre 2000.
- 32 “Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?”, por F. De Fiore, septiembre 2000.
- 33 “The information content of M3 for future inflation in the euro area”, por C. Trecroci y J. L. Vega, octubre 2000.
- 34 “Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs”, por O. Castrén y T. Takalo, octubre 2000.
- 35 “Systemic Risk: A survey”, por O. de Bandt y P. Hartmann, noviembre 2000.
- 36 “Measuring core inflation in the euro area”, por C. Morana, noviembre 2000.
- 37 “Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe”, por P. Vermeulen, noviembre 2000.
- 38 “The optimal inflation tax when taxes are costly to collect”, por F. De Fiore, noviembre 2000.
- 39 “A money demand system for euro area M3”, por C. Brand y N. Cassola, noviembre 2000.
- 40 “Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy”, por B. Mojon, noviembre 2000.
- 41 “Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts”, por P.M. Geraats, enero 2001.
- 42 “An area-wide model (AWM) for the euro area”, por G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, enero 2001.
- 43 “Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm”, por D. Rodríguez Palenzuela, febrero 2001.
- 44 “The supply and demand for Eurosystem deposits - The first 18 months”, por U. Bindseil y F. Seitz, febrero 2001.
- 45 “Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach”, por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 “A two-factor model of the German term structure of interest rates”, por N. Cassola y J. B. Luis, marzo 2001.
- 47 “Deposit insurance and moral hazard; does the counterfactual matter?”, por R. Gropp y J. Vesala, marzo 2001.

- 48 “Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on the stock markets”, por M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 “Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area”, por M. Casares, marzo 2001.
- 50 “Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US”, por T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 “The functional form of the demand for euro area M1”, por L. Stracca, marzo 2001.
- 52 “Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?”, por G. Peersman y F. Smets, marzo 2001.
- 53 “An evaluation of some measures of core inflation for the euro area”, por J. L. Vega y M.A. Wynne, abril 2001.
- 54 “Assessment criteria for output gap estimates”, por G. Camba-Méndez y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 55 “Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area”, por A. Calza, G. Garner y J. Sousa, abril 2001.
- 56 “Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions”, por E. Faia, abril 2001.
- 57 “Model-based indicators of labour market rigidity”, por S. Fabiani y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 58 “Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities”, por G. Pérez-Quirós y A. Timmermann, abril 2001.
- 59 “Uncertain potential output: implications for monetary policy”, por M. Ehrmann y F. Smets, abril 2001.
- 60 “A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties”, por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 61 “Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area”, por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 62 “Spectral based methods to identify common trends and common cycles”, por G. C. Méndez y G. Kapetanios, abril 2001.
- 63 “Does money lead inflation in the euro area?”, por S. Nicoletti Altimari, mayo 2001.
- 64 “Exchange rate volatility and euro area imports”, por R. Anderton y F. Skudelny, mayo 2001.
- 65 “A system approach for measuring the euro area NAIRU”, por S. Fabiani y R. Mestre, mayo 2001.
- 66 “Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?”, por V. Brousseau y F. Scacciavillani, junio 2001.
- 67 “The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?”, por G. Pérez-Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, junio 2001.
- 68 “The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty”, por A. Levin, V. Wieland y J.C. Williams, julio 2001.

- 69 “The ECB monetary policy strategy and the money market”, por V. Gaspar, G. Pérez-Quirós y J. Sicilia, julio 2001.
- 70 “Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate”, por U. Bindseil, julio 2001.
- 71 “Asset market linkages in crisis periods”, por P. Hartmann, S. Straetmans y C.G. de Vries, julio 2001.
- 72 “Bank concentration and retail interest rates”, por S. Corvoisier y R. Gropp, julio 2001.
- 73 “Interbank lending and monetary policy transmission - evidence for Germany”, por M. Ehrmann y A. Worms, julio 2001.
- 74 “Interbank market integration under asymmetric information”, por X. Freixas y C. Holthausen, agosto 2001.
- 75 “Value at risk models in finance”, por S. Manganelli y R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 “Rating agency actions end the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?”, por R. Gropp y A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 “Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach”, por C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano y M. Tujula, septiembre 2001.
- 78 “Investment and the monetary policy in the euro area”, por B. Mojon, F. Smets y P. Vermeulen, septiembre 2001.
- 79 “Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area”, por L. Stracca, octubre 2001.
- 80 “The microstructure of the euro money market”, por P. Hartmann, M. Manna y A. Manzanares, octubre 2001.
- 81 “What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?”, por J. Morgan y A. Mourougane, octubre 2001.
- 82 “Economic forecasting: some lessons from recent research”, por D. Hendry y M. P. Clements, octubre 2001.
- 83 “Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England’s fan charts”, por K. F. Wallis, noviembre 2001.
- 84 “Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy”, por G. Coenen, A. Levin y V. Wieland, noviembre 2001.
- 85 “Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach”, por F. Maeso-Fernández, C. Osbat y B. Schnatz, noviembre 2001.
- 86 “Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations”, por M. Beeby, S. G. Hall y S. B. Henry, noviembre 2001.
- 87 “Credit rationing, output gap and business cycles”, por F. Boissay, noviembre 2001.
- 88 “Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchanges rates?”, por L. Kilian y M. P. Taylor, noviembre 2001.
- 89 “Monetary policy and fears of financial instability”, por V. Brousseau y C. Detken, noviembre 2001.

- 90 “Public pensions and growth”, por S. Lambrecht, P. Michel y J.-P. Vidal, noviembre 2001.
- 91 “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis”, por G. Peersman y F. Smets, diciembre 2001.
- 92 “A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area”, por B. Mojon y G. Peersman, diciembre 2001.
- 93 “The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models”, por P. McAdam y J. Morgan, diciembre 2001.
- 94 “Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?”, por P. van Els, A. Locarno, J. Morgan y J.-P. Villetelle, diciembre 2001.
- 95 “Some stylised facts on the euro area business cycle”, por A.-M. Agresti y B. Mojon, diciembre 2001.
- 96 “The reaction of the bank lending to monetary policy measures in Germany”, por A. Worms, diciembre 2001.
- 97 “Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990’s”, por S. Kaufmann, diciembre 2001.
- 98 “The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets”, por L. De Haan, diciembre 2001.
- 99 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?”, por I. Hernando y J. Martínez-Pagés, diciembre 2001.
- 100 “Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans”, por J. Topi y J. Vilmunen, diciembre 2001.
- 101 “Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?”, por C. Loupias, F. Savignac y P. Sevestre, diciembre 2001.
- 102 “The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data”, por L. Farinha y C. Robalo Marques, diciembre 2001.
- 103 “Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy”, por L. Gambacorta, diciembre 2001.
- 104 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data”, por S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou y G. T. Simigiannis, diciembre 2001.
- 105 “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area”, por M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre, y A. Worms, diciembre 2001.
- 106 “Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation”, por J.-B. Chatelain y A. Tiomo, diciembre 2001.
- 107 “The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data”, por P. Butzen, C. Fuss y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- 108 “Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach”, por M. Valderrama, diciembre 2001.
- 109 “Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending”, por U. von Kalckreuth, diciembre 2001.

- I 10 “ Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms”, por E. Gaiotti y A. Generale, diciembre 2001.
- I 11 “Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data”, por P. Lünemann y Thomas Mathä, diciembre 2001.
- I 12 “Firm investment and monetary transmission in the euro area”, por J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- I 13 “Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications”, por C. Bean, J. Larsen y K. Nikolov, enero 2002.
- I 14 “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?”, por I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, enero 2002.
- I 15 “Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches”, por A. Orphanides, diciembre 2001.
- I 16 “Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998”, por J. Hoffmann y C. Kurz, enero 2002.
- I 17 “Hedonic house prices without characteristic: the case of new multiunit housing”, por O. Bover y P. Velilla, enero 2002.
- I 18 “Durable good, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998”, por G. M. Tomat, enero 2002.
- I 19 “Monetary policy and the stock market in the euro area”, por N. Cassola y C. Morana, enero 2002.
- I 20 “Learning stability in economics with heterogenous agents”, por S. Honkapohja y K. Mitra, enero 2002.
- I 21 “Natural rate doubts”, por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2002.
- I 22 “New technologies and productivity growth in the euro area”, por F. Visselaar y R. Albers, febrero 2002.
- I 23 “Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions”, por E. Tabakis y A. Vinci, febrero 2002.
- I 24 “Monetary policy, expectations and commitment”, por G.W. Evans y S. Honkapohja, febrero 2002.
- I 25 “Duration, volume and volatility impact of trades”, por S. Manganelli, febrero 2002.
- I 26 “Optimal contracts in dynamic costly state verification model”, por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2002.
- I 27 “Performance of monetary policy with internal central bank forecasting”, por S. Honkapohja y K. Mitra, febrero 2002.
- I 28 “Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy”, por F. Smets y R. Wouters, marzo 2002.
- I 29 “Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence”, por A. al-Nowaihi y L. Stracca, marzo 2002.

Otras publicaciones

- “The TARGET service level”, julio 1998.
- “Report on electronic money”, agosto 1998.
- “Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, septiembre 1998.
- “Money and banking statistics compilation guide”, septiembre 1998.
- “La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC”, septiembre 1998.
- “Third progress report on the TARGET project”, noviembre 1998.
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, diciembre 1998.
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, enero 1999.
- “Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, febrero 1999.
- “Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, julio 1999.
- “The effects of technology on the EU banking systems”, julio 1999.
- “Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, agosto 1999.
- “Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, septiembre 1999.
- “Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999”, octubre 1999.
- “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 1999.
- “Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario”, noviembre 1999.
- “Money and Banking Statistics Sector Manual”, segunda edición, noviembre 1999.
- “Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, noviembre 1999.
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, noviembre 1999.
- “Cross-border payments in TARGET: A users’ survey”, noviembre 1999.
- “Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series”, noviembre 1999.
- “Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, diciembre 1999.
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, febrero 2000.
- “Interlinking: Data dictionary”, versión 2.02, marzo 2000.

“Asset prices and banking stability”, abril 2000.

“EU banks’ income structure”, abril 2000.

“Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC”, mayo 2000.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, julio 2000.

“Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales”, agosto 2000.

“Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, agosto 2000.

“Improving cross-border retail payment services”, septiembre 2000.

“Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, octubre 2000.

“European Union balance of payments / international investment position statistical methods”, noviembre 2000.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, noviembre 2000.

“La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema”, noviembre 2000.

“EU banks’ margins and credit standards”, diciembre 2000.

“Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, diciembre 2000.

“Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank”, enero 2001.

“Cross-border use of collateral: A user’s survey”, febrero 2001.

“Price effects of regulatory reform in selected network industries”, marzo 2001.

“El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial”, marzo 2001.

“Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual”, abril 2001.

“TARGET: Annual report”, mayo 2001.

“A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, junio 2001.

“Payment and securities settlement systems in the European Union”, junio 2001.

“Why price stability?”, junio 2001.

“The euro bond market”, julio 2001.

“The euro money market”, julio 2001.

“The euro equity markets”, agosto 2001.

“La política monetaria del BCE”, agosto 2001.

“Monetary analysis: tools and applications”, agosto 2001.

“Review of the international role of the euro”, septiembre 2001.

“The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”, septiembre 2001.

“Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)”, octubre 2001.

“TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001”, noviembre 2001.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 2001.

“Fair value accounting in the banking sector”, noviembre 2001.

“Towards and integrated infrastructure for credit transfers in euro”, noviembre 2001.

“Accession countries: Balance of payments / International investment position statistical methods”, febrero 2002.

“List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, febrero 2002.

“Labour market mismatches in euro area countries”, marzo 2002.

Folleto informativos

“TARGET: facts, figures, future”, septiembre 1999.

“The ECB payment mechanism”, agosto 2000.

“The euro: integrating financial services”, agosto 2000.

“TARGET”, agosto 2000.

“El Banco Central Europeo”, abril 2001.

“Los billetes y las monedas en euro”, mayo 2001.

“TARGET - update 2001”, julio 2001.

“The euro and the integration of financial services”, septiembre 2001.

