



BANCO CENTRAL EUROPEO

INFORME ANUAL 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

INFORME ANUAL  
2004

ECB EZB EKT EKP

50



BANCO CENTRAL EUROPEO



BANCO CENTRAL EUROPEO



## INFORME ANUAL 2004

En el año 2005,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 50 euros.

© Banco Central Europeo, 2005

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main,  
Alemania

**Apartado de correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main,  
Alemania

**Teléfono**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

*Traducción efectuada por el Banco de España.*

*Todos los derechos reservados.*

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

*Fotografías:*

*Claudio Hils*

*Martin Joppen*

*Stefan Laub*

*Constantin Meyer*

*Marcus Thelen*

*Parlamento Europeo*

*La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 25 de febrero de 2005.*

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

# ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b>	<b>12</b>	<b>4 ESTADÍSTICAS</b>	<b>110</b>
		4.1 Mejoras en el marco estadístico de la zona del euro	110
		4.2 Nuevas y mejores estadísticas	111
		4.3 Estadísticas de las finanzas públicas	112
<b>CAPÍTULO 1</b>		<b>5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA</b>	<b>113</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA</b>		5.1 Trabajos de investigación	113
		5.2 Redes de investigación	114
		5.3 Modelización macroeconómica de la zona del euro	115
<b>1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>18</b>	<b>6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES</b>	<b>117</b>
<b>2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA</b>	<b>22</b>	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	117
2.1 Entorno macroeconómico mundial	22	6.2 Funciones consultivas	117
2.2 Evolución monetaria y financiera	25	6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	118
2.3 Evolución de los precios	48		
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	56		
2.5 Evolución de las finanzas públicas	65		
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	73		
<b>3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO</b>	<b>79</b>		
		<b>CAPÍTULO 3</b>	
		<b>ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS</b>	
<b>CAPÍTULO 2</b>		<b>1 ESTABILIDAD FINANCIERA</b>	<b>124</b>
<b>OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL</b>		1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	124
		1.2 Cooperación en situaciones de crisis	126
<b>1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>92</b>	<b>2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS</b>	<b>128</b>
1.1 Operaciones de política monetaria	92	2.1 Sector bancario	128
1.2 Operaciones en divisas	98	2.2 Valores	128
1.3 Actividades de inversión	98	2.3 Contabilidad	129
<b>2 SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES</b>	<b>100</b>	<b>3 INTEGRACIÓN FINANCIERA</b>	<b>130</b>
2.1 El sistema TARGET	100	<b>4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO</b>	<b>135</b>
2.2 TARGET2	102	4.1 Vigilancia de las infraestructuras y de los sistemas de grandes pagos en euros	135
2.3 Uso transfronterizo de los activos de garantía	103	4.2 Servicios de pequeños pagos	136
<b>3 BILLETES Y MONEDAS</b>	<b>105</b>	4.3 Sistemas de compensación y liquidación de valores	137
3.1 Circulación de billetes y monedas	105		
3.2 Falsificación de billetes y actividades de disuasión	106		
3.3 Emisión y producción de billetes	108		

**CAPÍTULO 4  
ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES  
INTERNACIONALES**

<b>I ASUNTOS EUROPEOS</b>	<b>146</b>
1.1 Cuestiones de política económica	146
1.2 Aspectos institucionales	148
<b>2 ASUNTOS INTERNACIONALES</b>	<b>150</b>
2.1 Aspectos más destacados del sistema monetario y financiero internacional	150
2.2 Cooperación con los países no pertenecientes a la UE	153

**CAPÍTULO 5  
RENDICIÓN DE CUENTAS**

<b>I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y EL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>158</b>
<b>2 OPINIÓN DEL BCE SOBRE CUESTIONES PLANTEADAS EN REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>159</b>

**CAPÍTULO 6  
COMUNICACIÓN EXTERNA**

<b>I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN</b>	<b>164</b>
<b>2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN</b>	<b>165</b>

**CAPÍTULO 7  
AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA**

<b>I ADHESIÓN DE DIEZ NUEVOS ESTADOS MIEMBROS</b>	<b>170</b>
<b>2 RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE</b>	<b>175</b>

**CAPÍTULO 8  
MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES**

<b>I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE</b>	<b>179</b>
1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	179
1.2 Consejo de Gobierno	181
1.3 Comité Ejecutivo	183
1.4 Consejo General	186
1.5 Comités del Eurosistema/SEBC y Comité de Presupuestos	187
1.6 Gobierno corporativo	187

<b>2 PROGRESOS EN LA ORGANIZACIÓN DEL BCE</b>	<b>190</b>
2.1 Recursos humanos	190
2.2 Nueva sede del BCE	191

<b>3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC</b>	<b>193</b>
----------------------------------	------------

<b>4 CUENTAS ANUALES DEL BCE</b>	<b>195</b>
Balance a 31 de diciembre de 2004	200
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2004	202
Normativa contable	203
Notas al balance	207
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	215
Nota sobre la asignación de pérdidas	218
Informe del auditor externo	219

<b>5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DEL 2004</b>	<b>220</b>
---	------------

**ANEXOS**

<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE</b>	<b>224</b>
--	------------

<b>DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE</b>	<b>229</b>
--	------------

<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BCE DESDE ENERO DEL 2004</b>	<b>233</b>
--	------------

<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>239</b>
--	------------

<b>GLOSARIO</b>	<b>241</b>	a la inflación medida por el IAPC	<b>52</b>
<b>LISTA DE RECUADROS</b>		Gráfico C: Precios del petróleo y contribución de los componentes de transporte a la inflación medida por el IAPC	<b>52</b>
1 Tendencias en la inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro en el 2004	<b>28</b>	6 Avance de las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos de la UE	<b>58</b>
Cuadro: Inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro	<b>29</b>	7 Posibles efectos del cambio demográfico en la zona del euro	<b>62</b>
2 ¿Qué puede suceder con el exceso de liquidez de la zona del euro?	<b>31</b>	Gráfico: Evolución demográfica de la zona del euro	<b>63</b>
Gráfico: Presentación esquemática de cómo se puede utilizar el exceso de liquidez	<b>32</b>	8 Evolución de la deuda pública en la zona del euro	<b>67</b>
3 Tendencias comunes en la volatilidad implícita en los mercados financieros	<b>37</b>	Gráfico A: Saldos vivos de deuda pública de la zona del euro en el 2004, por país emisor	<b>68</b>
Gráfico A: Volatilidad implícita en los mercados financieros de la zona del euro	<b>37</b>	Cuadro: Estructuras de los saldos vivos de deuda pública de la zona del euro	<b>68</b>
Gráfico B: Volatilidad implícita en los mercados de renta fija y de renta variable de la zona del euro y Estados Unidos	<b>38</b>	Gráfico B: Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo respecto a Alemania	<b>69</b>
4 ¿Fueron menos favorables las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas que las de las grandes empresas de la zona del euro en el 2004?	<b>44</b>	Gráfico C: Variaciones de la deuda en relación con el PIB respecto a Alemania y variaciones de los diferenciales de rendimiento entre 2001 y 2004	<b>70</b>
Gráfico A: Variaciones en los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a las sociedades no financieras	<b>45</b>	9 Política fiscal y estabilidad macroeconómica	<b>71</b>
Gráfico B: Diferenciales de tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de menor y mayor cuantía concedidos a las sociedades no financieras	<b>46</b>	10 Principales elementos del Mecanismo de Tipos de Cambio II	<b>84</b>
5 Precios del petróleo y economía de la zona del euro	<b>50</b>	11 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	<b>119</b>
Cuadro: Incrementos de los precios del Brent en períodos concretos	<b>51</b>	12 Red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa	<b>131</b>
Gráfico A: Precios del Brent	<b>51</b>	13 Integración financiera en el mercado de crédito de la zona del euro	<b>134</b>
Gráfico B: Precios del petróleo y contribución de los componentes energéticos		14 Estándares para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea	<b>139</b>
		15 Declaración sobre la misión del Eurosistema	<b>180</b>

## LISTA DE CUADROS

1	Evolución de los precios	48	6	Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos	27
2	Indicadores de costes laborales	55	7	Movimientos de M3 y de sus contrapartidas	29
3	Composición del crecimiento del PIB real	56	8	Estimaciones de la brecha monetaria	30
4	Evolución del mercado de trabajo	60	9	Tipos de interés a corto plazo y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario	34
5	Situación presupuestaria de la zona del euro	66	10	Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses	34
6	Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	79	11	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	35
7	Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	80	12	Rendimiento real de los bonos a largo plazo y tasas de inflación implícita de la zona del euro	36
8	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	82	13	Principales índices bursátiles	40
9	Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	83	14	Crecimiento de los beneficios empresariales reales y esperados	40
10	Evolución en el MTC II	86	15	Evolución del mercado de la vivienda y préstamos en los países de la zona del euro	41
11	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro	87	16	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a hogares y a las sociedades no financieras	42
12	Flujos de pagos en TARGET	101	17	Deuda en relación con el PIB y crecimiento de los préstamos a hogares	42
13	Disponibilidad total de TARGET	101	18	Indicadores de los costes de financiación, basados en el mercado, de las sociedades no financieras	43
14	Distribución de billetes falsos por denominación	106	19	Contribución a la tasa de crecimiento interanual de la deuda de las sociedades no financieras	47
15	Asignación de la producción de billetes en euros en el 2004	108	20	Indicadores del balance de las sociedades no financieras	47
16	Principales características de la economía de la UE, incluidos y excluidos los nuevos Estados miembros	171	21	Principales componentes del IAPC	49

## LISTA DE GRÁFICOS

1	Tipos de interés del BCE y tipos del mercado monetario	18	22	Contribuciones al IAPC, por componentes	49
2	Principales indicadores de las economías más industrializadas	22	23	Evolución de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro	54
3	Principales indicadores de los mercados de materias primas	25	24	Detalle de los precios industriales	54
4	M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera	26	25	Remuneración por asalariado, por sectores	55
5	Contribuciones al crecimiento interanual de M3	27	26	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	57
			27	Productividad del trabajo	61
			28	Desempleo	61

29 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	<b>76</b>
30 Balanza por cuenta corriente y sus componentes	<b>76</b>
31 Cuenta financiera y sus componentes	<b>77</b>
32 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II	<b>86</b>
33 Importes solicitados y adjudicados en las OPF semanales en el 2004	<b>93</b>
34 Factores de liquidez y evolución de los billetes en la zona del euro en el 2004	<b>94</b>
35 Activos de garantía negociables	<b>95</b>
36 Utilización de activos de garantía negociables	<b>95</b>
37 Importe total de los billetes en circulación entre los años 2000 y 2004	<b>105</b>
38 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2004	<b>105</b>
39 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2004	<b>106</b>
40 Número de billetes falsos retirados de la circulación entre los años 2002 y 2004	<b>107</b>
41 Serie de documentos de trabajo del BCE: Clasificación del Journal of Economic Literature	<b>114</b>



## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

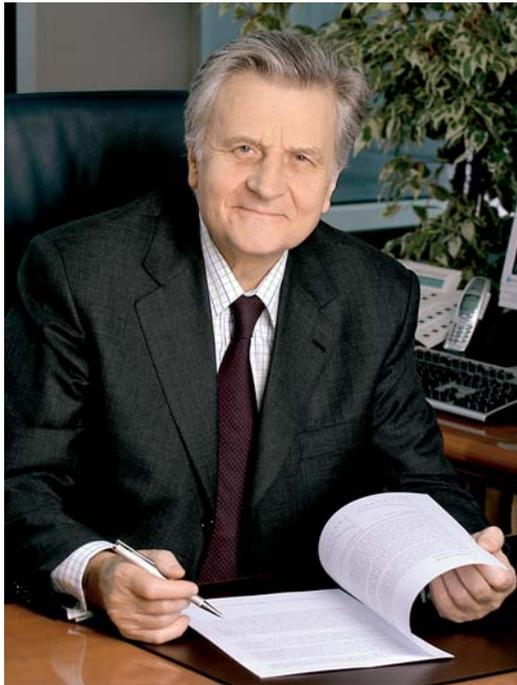
**De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los Estados miembros de la UE y los países adherentes se enumeran en este Informe en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.**

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

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

<b>Artista: Stephan Jung</b> Título: P.WP1, 2002 Técnica: Óleo sobre lienzo. Tamaño: 230 × 265 cm.	16
<b>Artista: Isa Dahl</b> Título: «eben still», 2004 Técnica: Óleo sobre lienzo. Tamaño: 190 cm.	90
<b>Artista: Jacob Dahlgren</b> Título: Krakow, 2002 Técnica: Tarros de yogurt montados sobre aluminio. Tamaño: 184 × 148 × 10 cm.	122
<b>Artista: Ana Luísa Ribeiro</b> Título: Sin título, 2002 Técnica: Óleo sobre lienzo. Tamaño: 150 × 230 cm.	143
<b>Artista: Xenia Hausner</b> Título: Traumspiel, 2004 Técnica: Cromolitografía sobre papel hecho a mano (ed. 16/25). Tamaño: 96 × 129 cm.	156
<b>Artista: Philippe Cognée</b> Título: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999 Técnica: Encáustica sobre tela. Tamaño: 154 × 153 cm.	162
<b>Artista: Jan Fabre</b> Título: Sin título, 1987 Técnica: Tinta de bolígrafo sobre papel. Tamaño: 200 × 158 cm	168
<b>Artista: Reinhold A. Goelles</b> Título: Sin título Técnica: Acrílico sobre tela. Tamaño: 152 × 100 cm	176

# PRÓLOGO



Al considerar los acontecimientos del pasado año, destaca como logro histórico trascendental la ampliación de la Unión Europea (UE), que tuvo lugar el 1 de mayo de 2004. Nos habíamos preparado con la suficiente antelación para esta ampliación en lo que se refiere a todos nuestros ámbitos de competencia. Se invitó a los gobernadores de los bancos centrales de los diez nuevos Estados miembros a asistir a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores en cuanto fue posible. El BCE y sus empleados realizaron una ardua labor de preparación y los expertos de los citados bancos centrales participaron como observadores en las reuniones de los comités del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El carácter exhaustivo y cordial de estos preparativos logró que la adhesión de estos países a la UE y la participación de sus bancos centrales en el SEBC se llevará a cabo sin contratiempos. La primera reunión del Consejo General celebrada después de la ampliación fue un momento emocionante para todos nosotros, y la primera teleconferencia del Consejo General también constituyó un hito fundamental, pues pudimos comprobar el perfecto funcionamiento de la nueva y segura red de comunicación y demostrar nuestra capacidad para

entablar un debate efectivo en Europa mediante teleconferencia.

Los diez nuevos Estados miembros se han incorporado a la UE sin acogerse a una cláusula de excepción, lo que significa que se han comprometido a integrarse en la zona del euro cuando llegue el momento. Todos coincidimos en que, con arreglo a las exigencias del Tratado, es fundamental prepararse del mejor modo posible, es decir, conseguir un alto grado de convergencia sostenible, conforme a los criterios de Maastricht.

Durante el 2004, tres nuevas monedas, las de Eslovenia, Estonia y Lituania, se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II), integrado por el euro como moneda de referencia y por la corona danesa. Estos tres países se han comprometido a participar en el MTC II, garantizando el correcto funcionamiento del sistema y contribuyendo de la mejor manera posible al logro de una convergencia sostenible.

\*\*\*

Los Estados miembros de la UE están en proceso de ratificación del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa, suscrita recientemente. La Constitución es un claro ejemplo de la voluntad de Europa de continuar con la ampliación y la profundización de la Unión. El Eurosistema, cuyo objetivo primordial es el mantenimiento de la estabilidad de precios, es plenamente consciente del papel que desempeña en la profundización de la UE. Ello ha sido corroborado en la Constitución, junto con todos los elementos esenciales del marco de la política económica de la UEM, es decir, el pilar monetario y los pilares económico y presupuestario. El BCE aguarda con interés la ratificación de la Constitución.

\*\*\*

El 2004 fue un año de moderado crecimiento en la zona del euro, en el que el PIB real se incrementó un 1,8%, frente al 0,5% del 2003. El patrón de crecimiento del año se caracterizó por

un primer semestre relativamente dinámico, seguido de una tímida expansión en el tercer y cuarto trimestres. En general se ha confirmado el diagnóstico de que se está produciendo una recuperación gradual en un contexto de incertidumbre en los ámbitos interno e internacional.

Durante todo el 2004, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de las operaciones principales de financiación en el 2%, un nivel excepcionalmente reducido. Se aplicó una política monetaria encaminada a preservar la estabilidad de precios en un entorno internacional complejo, caracterizado principalmente por subidas de los precios de las materias primas y del petróleo, por episodios de volatilidad en los mercados de divisas, por la persistencia de importantes desequilibrios internacionales y por la destacada contribución al crecimiento mundial que ha supuesto el muy rápido desarrollo de varias economías emergentes. Durante todo el año, uno de los principales mensajes del Consejo de Gobierno fue la necesidad de vigilar los riesgos inflacionistas asociados a los posibles «efectos secundarios» de los aumentos de los salarios y de los precios, tras los repuntes de la inflación causados, principalmente, por las perturbaciones generadas por los precios de las materias primas y del petróleo. Gracias a que los agentes económicos y los interlocutores sociales han comprendido nuestro mensaje con claridad, se ha logrado evitar hasta la fecha estos efectos secundarios.

Durante el primer semestre del 2004 observamos cierta tendencia al alza en las estimaciones de las expectativas de inflación a medio y largo plazo obtenidas de diversas encuestas y de la información proporcionada por los bonos indicados con la inflación. Esta tendencia adversa se interrumpió aproximadamente a mediados de año y empezó a invertirse durante el segundo semestre. Ciertamente, la firme actitud de vigilancia del Consejo de Gobierno durante este período contribuyó al afianzamiento general de las expectativas de inflación en un nivel acorde con nuestra definición de estabilidad de precios, es decir, por debajo del 2% y próximo a este valor.

El afianzamiento de las expectativas de inflación a medio y largo plazo de la zona del euro en este nivel es fundamental y refleja la credibilidad del Consejo de Gobierno del BCE. Esta credibilidad es la que permite a la institución mantener la estabilidad de precios, de conformidad con el mandato que le asigna el Tratado, incluso en circunstancias difíciles, proporcionando a los agentes económicos una referencia clara en el proceso de fijación de precios y salarios. También permite que la zona del euro se beneficie de un entorno económico que favorece el crecimiento y la creación de empleo a través de tipos de interés de mercado a medio y largo plazo históricamente reducidos, que incorporan expectativas de inflación compatibles con nuestra definición de estabilidad de precios.

\*\*\*

Una política monetaria eficaz es una condición necesaria para un crecimiento sostenible y para la creación de empleo. Sin embargo, no es suficiente por sí misma, y ha de ir acompañada por una política presupuestaria saneada y un conjunto adecuado de reformas estructurales.

Por ello, el Eurosistema ha abogado siempre con tanta firmeza por la correcta aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y ha reiterado la necesidad de mantener en toda su integridad los instrumentos correctores del Pacto, especialmente, el límite de déficit del 3% del PIB, que actúa como ancla nominal, así como el propio procedimiento de déficit excesivo.

Por esta misma razón, el Eurosistema ha reclamado con tanta insistencia que se acometan resueltamente reformas estructurales en la zona del euro, en el ámbito de los mercados de trabajo, de la educación y formación, la investigación y desarrollo, los mercados de bienes y servicios y la gestión del gasto de la Seguridad Social. Estas reformas son de una importancia crucial para elevar el potencial de crecimiento de la economía europea, fomentar la creación de empleo y reducir el desempleo de forma significativa. Durante todo el 2004, el BCE apoyó las iniciativas de la Comisión Europea y del

Consejo de la UE orientadas a reactivar y acelerar la puesta en marcha de las reformas estructurales contempladas en la agenda de Lisboa. Asimismo, consideramos muy positivas las propuestas presentadas en el informe del grupo de alto nivel presidido por Wim Kok, publicado a finales del 2004, que recomendaban centrar la agenda de Lisboa en un número limitado de áreas prioritarias para el fomento del crecimiento y del empleo.

\*\*\*

El año 2004 supuso un reto para el BCE en cuanto a su organización y funcionamiento. El BCE registró una pérdida neta de 1.636 millones de euros, frente a una pérdida neta de 477 millones de euros en el 2003. Como en el ejercicio anterior, la pérdida obedeció a la evolución de los tipos de cambio, que disminuyó el valor expresado en euros de sus tenencias de activos en moneda extranjera. Como nuestros principios contables se basan en la máxima prudencia, las pérdidas no realizadas por tipo de cambio se consideran realizadas y se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias al finalizar el ejercicio. En el 2004, la apreciación del euro se tradujo en pérdidas netas no realizadas por diferencia de tipo de cambio cercanas a los 2,1 mm de euros. Por el contrario, las ganancias no realizadas por revalorización debidas a variaciones del tipo de cambio y de los precios de mercado no se registran como ingresos, sino que se trasladan directamente a cuentas de revalorización.

Los ingresos ordinarios del BCE proceden principalmente del rendimiento de sus tenencias de activos exteriores de reserva y de su capital desembolsado de 4,1 mm de euros, y de los ingresos por intereses obtenidos de su participación del 8% en los billetes en euros en circulación. En el 2004, el BCE siguió contabilizando unos ingresos por intereses reducidos, como consecuencia sobre todo del nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés, ya que el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 2% durante todo el año. El BCE obtuvo unos ingresos netos por intereses de 690 millones de euros en el 2004,

frente a 715 millones de euros en el 2003. Los gastos de administración del BCE correspondientes a salarios y otros gastos sociales, alquiler de inmuebles, bienes y servicios ascendieron a 340 millones de euros. A finales del 2004, el BCE contaba con 1.314 empleados, frente a los 1.217 del año anterior.

El año pasado finalizó el proyecto denominado «El BCE en movimiento», que tenía por objeto lograr un funcionamiento más eficaz y eficiente, mejorar la gestión de los recursos humanos y reforzar los valores propios de un banco central en todos los empleados. La mayor parte de las medidas incluidas en el programa y aprobadas por el Comité Ejecutivo ya han sido implantadas y las restantes están en proceso de ejecución. El programa ha sido una iniciativa notable, que ha contribuido a fortalecer la cultura de trabajo y el espíritu de equipo del Banco. El Comité Ejecutivo ha asumido el firme compromiso de hacer cumplir este programa y de preservar el espíritu que lo ha inspirado.

En el año 2004 se llevaron a cabo otras dos iniciativas importantes. En primer lugar, la adopción de los valores fundamentales del BCE: competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas, y trabajar por Europa. En segundo lugar, la decisión de iniciar un ejercicio de presupuesto base cero. Desde su creación el 1 de junio de 1998, la institución ha crecido rápidamente para poder superar con éxito los retos históricos que tenía ante sí; una vez demostrada su eficacia, había llegado el momento de analizar detenidamente su funcionamiento en términos de eficiencia. En este sentido, el Comité Ejecutivo inició en el 2004 un ejercicio de presupuesto base cero con el objetivo de examinar todas las funciones de la institución y la correspondiente asignación de recursos humanos. El proyecto está en curso de ejecución y finalizará a mediados del 2005.

\*\*\*

El Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno y el Consejo General del BCE trabajan con un

espíritu de equipo excepcional. En la zona del euro, el BCE y los doce bancos centrales nacionales forman un solo equipo, el Eurosistema. En el 2004 se formuló una declaración común para las trece instituciones de la zona del euro y sus empleados: la declaración sobre la misión del Eurosistema. Esta declaración destaca nuestra voluntad colectiva de fortalecer la cultura del Eurosistema al servicio de Europa y de su moneda única. El BCE se enorgullece de estar al frente de este equipo único.

Fráncfort del Meno, marzo del 2005



Jean-Claude Trichet

**Artista**  
Stephan Jung  
**Título**  
P.WP1, 2002  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
230 × 265 cm  
© VG-Bild-Kunst, Bonn 2005



**CAPÍTULO I**

**EVOLUCIÓN  
ECONÓMICA Y  
POLÍTICA  
MONETARIA**

## I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La recuperación de la actividad económica en la zona del euro, que se inició en el segundo semestre del 2003, continuó en el 2004. La economía de la zona se fortaleció en el primer semestre del año, aprovechando el intenso crecimiento económico mundial. En el segundo semestre del 2004, la actividad económica en la zona del euro se debilitó ligeramente, debido en parte a la subida de los precios del petróleo. En conjunto, el PIB real creció, en términos ajustados por días laborables, un 1,8% en el 2004, frente al 0,5% y al 0,9% registrados en el 2003 y el 2002, respectivamente.

En este contexto de gradual recuperación económica, las presiones inflacionistas internas siguieron contenidas, gracias sobre todo a los moderados incrementos de los costes laborales. La ligera apreciación del euro en términos efectivos nominales también contribuyó a que se redujeran en cierta medida las presiones inflacionistas. No obstante, en el año 2004 el aumento de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como el alza de los

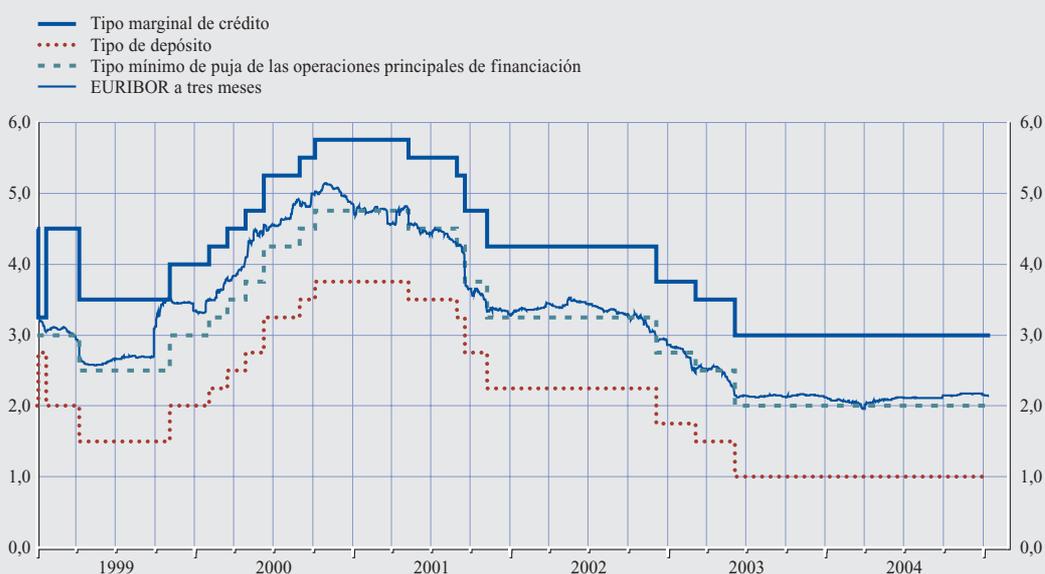
precios del petróleo, especialmente en el segundo semestre del año, afectaron significativamente a las tasas de inflación. Con todo, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2004 en el 2,1%, sin cambios respecto al año anterior.

En este clima de presiones moderadas de los precios internos y de unas perspectivas favorables para la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE no modificó los tipos de interés oficiales durante todo el año 2004, que se mantuvieron en mínimos históricos. El tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE se mantuvo en el 2%, mientras que los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 1% y el 3%, respectivamente (véase el gráfico 1).

Analizando las decisiones de política monetaria con más detalle, los datos correspondientes a los primeros meses del 2004 confirman la continuación de la gradual recuperación económica

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

iniciada en el segundo semestre del 2003. En la vertiente exterior, las exportaciones registraron un vigoroso crecimiento, gracias a la sólida evolución de la economía mundial. Además, las favorables condiciones de financiación en la zona del euro y las mejores perspectivas de los beneficios empresariales, como consecuencia de los ajustes de los balances de las empresas, ofrecían un panorama muy propicio para la inversión. En cuanto al consumo privado, se esperaba una progresiva recuperación basada en el incremento previsto de la renta real disponible y en la mejora gradual de la situación del mercado de trabajo. En lo que respecta a los precios, la inflación medida por el IAPC se redujo por debajo del 2% a principios del 2004, debido en gran medida a la atenuación de las presiones inflacionistas derivadas de la apreciación del euro en los últimos meses del 2003 y a los efectos de base resultantes del pronunciado aumento de los precios de la energía a comienzos de ese año.

El crecimiento interanual de M3 en el primer trimestre del 2004 continuó la tendencia a la baja iniciada en el verano del 2003. Esta evolución refleja principalmente la reversión de anteriores movimientos de cartera, a medida que los inversores modificaron la estructura de sus carteras a favor de activos financieros a más largo plazo y con mayor nivel de riesgo no incluidos en M3, tras un período de preferencia excepcional por la liquidez asociado a la mayor incertidumbre económica y financiera observada entre el 2001 y mediados del 2003. A pesar de la normalización del crecimiento de M3, se mantuvo en la zona del euro un volumen de liquidez notablemente mayor del necesario para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Si bien ello entrañaba la necesidad de realizar un cuidadoso seguimiento de los riesgos inflacionistas, el Consejo de Gobierno estimó, en general, que las perspectivas para la estabilidad de precios eran favorables en el primer trimestre del 2004.

La evolución económica durante el segundo trimestre del 2004 sugería dos escenarios contrapuestos. Por una parte, los datos disponibles

apuntaban a un continuo y vigoroso crecimiento de la economía mundial y a un panorama muy favorable para las exportaciones de la zona del euro. Por otro lado, los precios del petróleo iniciaron una notable escalada a partir de marzo del 2004, lo que conllevaba riesgos cada vez más importantes para la recuperación económica en curso. En general, a medida que avanzaba el segundo trimestre, se impuso el primero de estos escenarios, y los indicadores económicos confirmaron de forma cada vez más clara que la recuperación estaba cobrando impulso. De hecho, al finalizar el trimestre, los datos publicados indicaban que la recuperación económica observada en la zona del euro en el primer semestre del 2004 había sido más pronunciada de lo que se esperaba, lo que aumentó el optimismo respecto a las perspectivas de crecimiento económico. El crecimiento intertrimestral del PIB real fue, en promedio, del 0,6% en el primer semestre, la tasa más alta registrada en la zona del euro desde el primer semestre del 2000. El ritmo de la recuperación reflejó, principalmente, el mayor vigor de las exportaciones y, tras un largo período de estancamiento, un fortalecimiento del consumo privado. En este contexto, en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2004 se preveía que el PIB real de la zona del euro crecería entre el 1,4% y el 2%, en promedio, en el año 2004 y que aumentaría hasta un intervalo del 1,7% al 2,7% en el 2005. Las previsiones elaboradas por organizaciones internacionales y por entidades privadas también eran compatibles con las expectativas de un repunte económico más fuerte en el segundo semestre del 2004.

La escalada de los precios del petróleo también ejerció considerables presiones al alza en los precios de consumo en el corto plazo y tuvo un efecto notable sobre la inflación. Las tasas de crecimiento interanual del IAPC volvieron a aumentar en el segundo trimestre del 2004, en parte como resultado de las subidas de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Sin embargo, al evaluar las tendencias de los precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno estimó que las presiones inflacionistas probablemente seguirían contenidas, debido,

sobre todo, a la débil situación de mercado de trabajo y a las expectativas de moderación salarial propiciadas por una mejora gradual tanto del mercado de trabajo como de la actividad económica. Estas consideraciones estaban en consonancia con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2004, según las cuales, la inflación media interanual medida por el IAPC podría situarse entre el 1,9% y el 2,3% en el año 2004 y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005, y también con las previsiones elaboradas por organizaciones internacionales y entidades privadas. No obstante, en estas proyecciones se identificaron algunos riesgos inflacionistas derivados de la evolución de los precios del petróleo, de la incertidumbre que rodeaba a las modificaciones de los impuestos indirectos y los precios administrados y de los posibles efectos secundarios de la fijación de los salarios y los precios. Además, las expectativas de los mercados financieros respecto a la evolución de la inflación de medio a largo plazo aumentaron ligeramente en este período.

La tasa de crecimiento interanual de M3 mantuvo su tendencia a la baja en el segundo trimestre del 2004, como resultado de una mayor normalización del comportamiento de los tenedores de efectivo en cuanto a la composición de sus carteras. Con todo, este proceso de normalización avanzó a un ritmo bastante lento y el crecimiento de M3 siguió siendo relativamente elevado, debido también al efecto de estímulo que tuvieron los bajos tipos de interés en la demanda de activos líquidos. Por ello, al Consejo de Gobierno le seguía inquietando la persistencia del exceso de liquidez en la zona del euro, que en una fase de expansión económica, podría dar lugar a presiones inflacionistas a medio plazo.

Si bien el principal escenario de una recuperación sostenida no varió fundamentalmente en el segundo semestre del 2004, se hizo cada vez más evidente que la recuperación de la actividad en la zona del euro se produciría a un ritmo algo más moderado de lo previsto. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de una desaceleración transitoria del crecimiento eco-

nómico mundial, de una nueva y sustancial subida de los precios del petróleo en el tercer trimestre y de una acusada apreciación del euro en el cuarto trimestre. De hecho, durante el segundo semestre del año, los datos confirmaron que el alza de los precios del petróleo seguía teniendo sus efectos, en forma de una moderación del crecimiento de la demanda tanto dentro como fuera de la zona del euro. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona fue de sólo un 0,2% en el tercer y cuarto trimestres del 2004. Las proyecciones de los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre del 2004 apuntaban a un crecimiento del PIB real comprendido entre el 1,4% y el 2,4% en el 2005 y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. Además, el Consejo de Gobierno subrayó que estas proyecciones estaban sujetas a ciertos riesgos a la baja relacionados con la posibilidad de que el mercado del crudo evolucionase de forma desfavorable.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios durante el segundo semestre del 2004, las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC siguieron manteniéndose ligeramente por encima del 2%, principalmente como resultado de la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, no se apreciaron indicios de que, en el ámbito interno, se estuviesen intensificando las presiones inflacionistas. Los incrementos salariales habían seguido siendo moderados desde el último trimestre del 2003, una tendencia que se esperaba que continuase en un clima de crecimiento igualmente moderado y de persistente debilidad del mercado de trabajo. En estas circunstancias, las proyecciones de los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre del 2004 situaban el incremento interanual del IAPC entre el 1,5% y el 2,5% en el 2005 y entre el 1% y el 2,2% en el 2006. Sin embargo, los riesgos a que estaban sujetas estas proyecciones continuaron inclinándose al alza. Dichos riesgos estaban relacionados, principalmente, con la evolución de los precios del petróleo, la incertidumbre respecto a nuevas subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados y los posibles efectos secundarios de la fijación de los salarios y los precios.

Esos riesgos se hicieron cada vez más evidentes en el análisis monetario del BCE. En el segundo semestre del 2004, el impacto al alza sobre el crecimiento de M3 –especialmente en sus componentes más líquidos– de la persistencia de los reducidos tipos de interés fue más intenso que el gradual impacto a la baja de la normalización del comportamiento de los inversores en la asignación de carteras. Además, los bajos tipos de interés estimularon la demanda de crédito en el sector privado. Concretamente, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda aumentó con respecto a unos niveles ya elevados, contribuyendo a la dinámica evolución de los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro. En este contexto, el Consejo de Gobierno observó que, a su juicio, el mantenimiento de un exceso de liquidez elevado y la fuerte expansión del crédito no sólo constituían riesgos al alza para la estabilidad de precios, sino también una posible causa de aumentos insostenibles de los precios de los activos, sobre todo, en los mercados inmobiliarios. A principios del 2005, esta situación no se modificó sustancialmente. El pronunciado crecimiento monetario registrado desde mediados del 2004 continuó y en la zona del euro siguió habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista.

En general, durante el segundo semestre del 2004 y principios del 2005, el Consejo de Gobierno expresó una inquietud cada vez mayor respecto a la negativa evolución de la inflación a corto plazo. Al mismo tiempo, observó que no había indicios de que se estuviesen acumulando presiones inflacionistas en el ámbito interno. Teniendo esto en consideración, los tipos de interés oficiales del BCE no se modificaron durante todo este período. No obstante, el Consejo de Gobierno subrayó que, dada la persistencia de varios riesgos inflacionistas a medio plazo, era necesario mantenerse alerta.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

### 2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

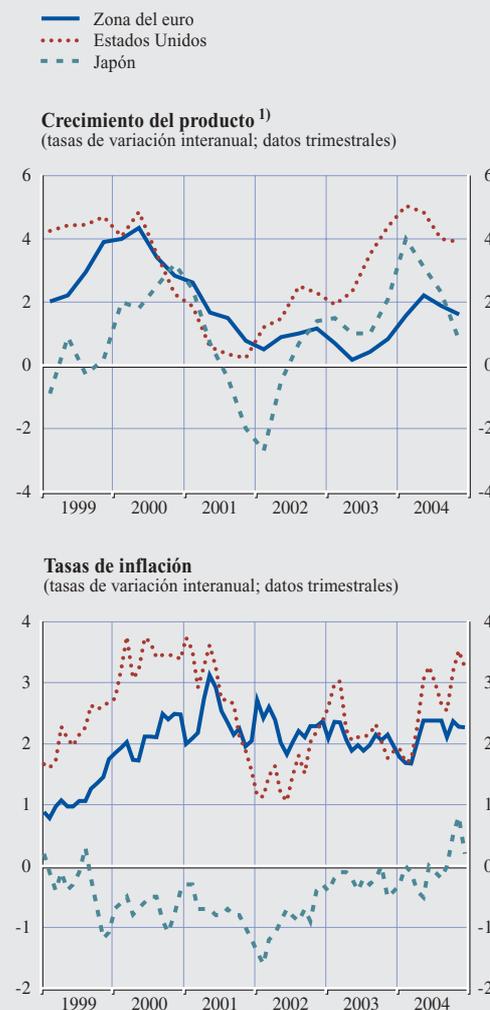
#### LA ECONOMÍA MUNDIAL REGISTRÓ EL CRECIMIENTO MÁS VIGOROSO DE LOS ÚLTIMOS VEINTE AÑOS

En el año 2004, la economía mundial registró la expansión más rápida desde 1976, con un crecimiento relativamente generalizado en todas las regiones económicas (véase gráfico 2). En Asia, el crecimiento económico fue especialmente vigoroso, apreciándose algunas señales de recalentamiento en la economía china. Al sólido crecimiento económico registrado a escala mundial contribuyeron las favorables condiciones de financiación y las políticas macroeconómicas expansivas aplicadas en muchos países. El crecimiento vino acompañado de una fuerte expansión del comercio mundial que, en el año 2004, aumentó a la tasa más rápida observada desde el año 2000.

La expansión de la economía mundial fue particularmente pronunciada en los primeros meses del año, aunque se desaceleró después en la mayoría de los países. Esta desaceleración fue consecuencia, en parte, de la normalización de la sólida dinámica observada en los trimestres anteriores y del inicio de una gradual retirada de las políticas expansivas. La notable subida de los precios del petróleo, que alcanzaron un máximo en octubre del 2004, ejerció un efecto moderador adicional. El alza de los precios del petróleo se tradujo en un ligero incremento de las tasas de inflación en muchos países, resultado en gran medida de la evolución de los componentes de los precios relacionados con la energía. La inflación subyacente mantuvo una tendencia relativamente estable, de lo que se deduce que los efectos secundarios se controlaron bastante bien (véase gráfico 2).

La persistencia de altas tasas de crecimiento en Estados Unidos (en comparación con algunos de sus socios comerciales) contribuyó a una nueva expansión del déficit por cuenta corriente en este país. Ello, unido a la incertidumbre que rodeaba a las perspectivas de la política fiscal del país, reavivó la inquietud de los mercados respecto a la sostenibilidad de los desequilibrios

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.  
1) Para la zona del euro se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado para todos los países.

mundiales. En parte como consecuencia de esta inquietud, el dólar estadounidense experimentó una depreciación relativamente generalizada en los últimos meses del año.

En Estados Unidos, el crecimiento económico prosiguió, en general, a un buen ritmo, en el 2004, registrándose un crecimiento del PIB real del 4,4% para el conjunto del año (según estimaciones provisionales). La expansión fue lo

bastante generalizada como para incluir la tan esperada mejora del mercado de trabajo. Al crecimiento del PIB real contribuyó positivamente la solidez sostenida del consumo de los hogares y la inversión de las empresas (especialmente, en bienes de equipo y software), mientras que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa.

El gasto en consumo de los hogares continuó siendo sólido durante la mayor parte del año, como consecuencia del persistente estímulo de las políticas macroeconómicas, del fuerte aumento de los precios de las viviendas residenciales y de una notable mejora de las cifras de empleo. Aunque el crecimiento del empleo repuntó tras varios años de atonía, las presiones al alza sobre los salarios siguieron estando, en general, contenidas debido sobre todo al mantenimiento de la holgura en el mercado de trabajo. El moderado aumento de los costes laborales, combinado con los altos precios del petróleo, contribuyó a limitar el crecimiento subyacente de la renta real disponible en el segundo semestre del 2004. De no haber sido por el pago de dividendos, extraordinariamente altos, en diciembre, que dio un impulso igualmente extraordinario a los ingresos, ello habría reducido aún más la tasa de ahorro personal. Al mismo tiempo, la deuda de los hogares como porcentaje de la renta disponible aumentó hasta un máximo histórico en el 2004.

La inversión empresarial creció de forma vigorosa en el 2004, impulsada por el aumento de las inversiones en bienes de equipo y software, en un entorno caracterizado por las favorables condiciones de financiación, la presencia de incentivos fiscales puntuales y bajos niveles de existencias acompañados de una fuerte demanda. Aunque el alza de los precios del petróleo contribuyó a que aumentase el coste de las materias primas, se mantuvo la solidez de los beneficios empresariales. Como consecuencia, en parte, de la mejora observada en el mercado de trabajo, el crecimiento de la productividad se redujo en el 2004, aunque siguió siendo relativamente vigoroso para el conjunto del año.

La balanza de pagos de Estados Unidos siguió deteriorándose en el 2004. El déficit comercial y por cuenta corriente alcanzó niveles históricos en relación con el PIB. En términos reales, las importaciones continuaron creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones, a pesar de la depreciación acumulada del dólar desde principios del 2002, ya que la sólida demanda interna de Estados Unidos sobrepasó notablemente a la de sus principales socios comerciales. El correspondiente desequilibrio entre ahorro interno e inversión reflejó la persistencia del desahorro del sector público y el mínimo histórico que registraron las tasas de ahorro personal.

La inflación medida por los precios al consumo repuntó en el 2004, en gran medida como consecuencia de la subida de los precios de la energía, situándose el crecimiento interanual del IPC en un 3,3% al final del año. La inflación, excluidos los alimentos y la energía, también revirtió la tendencia a la baja observada en los últimos años, aumentando hasta el 2,2%. No obstante, las presiones inflacionistas se mantuvieron relativamente moderadas, debido a una gradual absorción de la debilidad existente en el mercado de trabajo, al sólido y sostenido crecimiento de la productividad y al hecho de que la transmisión de la depreciación del dólar a los precios de consumo fue limitada. Por consiguiente, las medidas de las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en las encuestas y en los mercados, permanecieron dentro de unos límites moderados, a pesar de un moderado aumento de estos últimos.

Tras un período en el que los tipos de interés registraron mínimos históricos, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó los tipos de interés de referencia de los fondos federales en 125 puntos básicos a lo largo del año 2004. Esta subida se realizó en cinco incrementos sucesivos de 25 puntos básicos cada uno a partir de junio del 2004, hasta situarse en el 2,25% al final del año (a principios de febrero del 2005 alcanzó el 2,5%). Si bien el Comité señaló que el sentido acomodaticio de la política monetaria podría eliminarse

a un ritmo probablemente moderado, subrayó que la medida respondería a los cambios en las perspectivas económicas, en el grado y el momento en que fuese necesario, a fin de cumplir su obligación de mantener la estabilidad de precios. Con respecto a la política fiscal, cabe señalar el deterioro del déficit presupuestario del gobierno federal, que en el ejercicio 2004 se cifró en un 3,6% del PIB, a pesar de la recuperación de la actividad económica.

En Japón, la recuperación económica perdió impulso a lo largo del 2004. Tras registrar una sólida expansión en el primer trimestre, la actividad económica experimentó una significativa desaceleración durante el resto del año. Dicha desaceleración reflejó, concretamente, una reducción del gasto público y un debilitamiento de la demanda interna privada, así como una moderación de la dinámica de las exportaciones. No obstante, como resultado de efectos de base y de la solidez observada en el primer trimestre, en el año 2004 la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue la más alta registrada desde 1996 (2,6%). También se observaron algunas mejoras graduales en la situación del mercado de trabajo. Al mismo tiempo, la reestructuración de los balances de las empresas y las medidas de recorte del gasto contribuyeron a un sólido repunte de los beneficios empresariales, mientras que el sector bancario redujo aún más el nivel de créditos morosos.

La inquietud con respecto a una posible deflación se disipó ligeramente a lo largo del año. Aumentó el precio de los bienes intermedios, principalmente como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, mientras que los precios de los productos terminados continuaron descendiendo de forma moderada. La tasa de variación interanual de los precios de consumo correspondiente al conjunto del año se situó en el 0%, frente al -0,3% registrado en el 2003. En octubre, las señales de moderación de las presiones inflacionistas llevaron a algunos miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de Japón a prever un ligero incremento del IPC, excluidos los alimentos frescos, en el año fiscal 2005. No obstante, las presiones

deflacionistas resurgieron hacia finales del 2004 como resultado del descenso de los precios de los servicios públicos liberalizados. El Banco de Japón elevó el objetivo para los saldos vivos en cuenta corriente mantenidos en la institución hasta una banda de 30 a 35 billones de yenes en enero del 2004. La orientación de la política monetaria se mantuvo sin cambios durante el resto del año.

Manteniendo el vigoroso impulso del año anterior, el 2004 fue otro año de crecimiento para las economías de Asia, excluido Japón, que se vieron favorecidas en particular por la fortaleza de la demanda exterior, el auge de las inversiones de China y la reactivación de la demanda interna. En Asia se intensificó la integración regional, como lo indica el, rápido crecimiento del comercio y los flujos de inversión intrarregionales. Sin embargo, el impulso del crecimiento se atenuó hacia finales del 2004 en un entorno de moderación de la demanda exterior y elevados precios del petróleo. Por países, la economía china siguió creciendo con fuerza, aunque con algunas señales de recalentamiento en el primer semestre del año. Las medidas de política económica adoptadas desaceleraron el ritmo de la inversión en el segundo semestre, pero no redujeron la actividad económica general. En el conjunto del año, el PIB de China creció un 9,5%.

En América Latina la situación económica mejoró considerablemente, gracias a la contribución de las exportaciones y de la demanda interna. En Brasil y México, el crecimiento cobró impulso a lo largo del año, sostenido, principalmente, por la solidez de las exportaciones y el fortalecimiento de las inversiones. En Argentina, la recuperación de la actividad económica continuó siendo vigorosa, aunque se moderó ligeramente en el transcurso del año.

#### **LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS REGISTRARON UN FUERTE AUMENTO EN EL 2004**

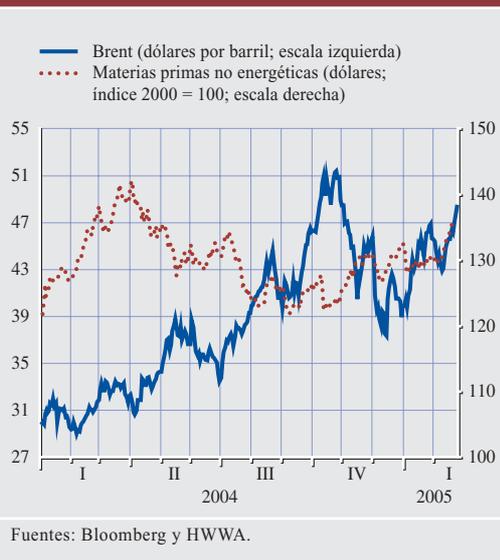
Los precios del petróleo subieron durante casi todo el año en un contexto de considerable volatilidad. El precio del Brent alcanzó un máximo de 51 dólares estadounidenses el barril al final

de octubre, frente a los 30 dólares registrados al comienzo del año (véase gráfico 3). Para el conjunto del 2004, el precio medio del Brent fue de 38 dólares, un 33% por encima de la media del año 2003. Medido en euros, el precio del Brent aumentó un 20% en el mismo período. Los principales factores determinantes del alza de los precios del crudo en el año 2004 fueron la fortaleza de la demanda de petróleo, la inquietud por la seguridad de los suministros de petróleo y un desajuste entre la oferta y la demanda de las diferentes variedades de crudo.

La demanda se disparó principalmente en Asia y Norteamérica, y continuó excediendo las previsiones durante todo el año 2004 en un contexto de sólido crecimiento de la economía mundial. Según la Agencia Internacional de la Energía, la demanda de petróleo aumentó en ese año un 3,4%, la tasa de crecimiento más alta registrada en casi 30 años.

Por lo que respecta a la situación de la oferta, a principios del 2004, los participantes en el mercado esperaban –como respuesta a las declaraciones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)– que los recortes en la producción fueran inminentes, aunque, posteriormente, no llegaron a materializarse. Por el contrario, tanto los países de la OPEP como otros países productores incrementaron notablemente la producción de petróleo en el 2004. Al aumentar la oferta mundial de petróleo, la capacidad productiva sin utilizar y la capacidad de refino sufrieron una considerable contracción, dejando sólo un margen muy limitado para hacer frente a perturbaciones imprevistas en el suministro de crudo. Como resultado, en el 2004 los precios del petróleo se tornaron muy sensibles a los cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, a las percepciones de los mercados sobre la seguridad de los suministros y a la inquietud respecto a la suficiencia de las existencias. Además, el rápido aumento de la demanda de productos petrolíferos finales y el incremento de las existencias de crudo dieron lugar a un desajuste, que se tradujo en la aparición de unas primas sin precedentes para el crudo de alta calidad como el Brent.

**Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas**



Los precios de las materias primas no energéticas, que habían registrado un auge desde la segunda mitad del 2003, alcanzaron un máximo en el primer semestre del 2004 (véase gráfico 3), debido a la vigorosa recuperación económica a escala mundial. En general, los precios de las materias primas no energéticas se moderaron ligeramente en el segundo semestre del 2004, cuando los precios de los alimentos y de las materias primas agrícolas experimentaron una caída con respecto a los máximos observados en los meses anteriores. Sin embargo, los precios de los metales siguieron aumentando. En dólares estadounidenses, los precios globales de las materias primas no energéticas fueron, en promedio, un 22% más altos en el 2004 que en el año anterior.

## 2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### INFLUENCIA DE DOS FACTORES CONTRAPUESTOS EN EL CRECIMIENTO DE M3

Si se considera la orientación de la política monetaria y la evolución de los mercados de capitales, la dinámica monetaria en el 2004 estuvo influida por dos factores contrapuestos: por un lado, los reducidos tipos de interés y, por

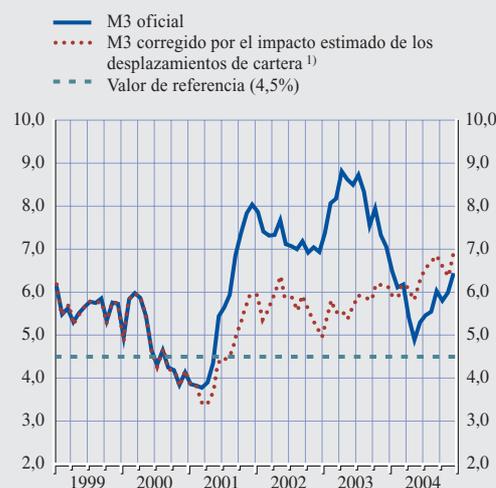
otro, la normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, tras la marcada preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003. En el primer semestre del 2004, el impacto moderador de la citada normalización sobre el crecimiento de M3 fue predominante, y la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó con la ralentización iniciada en el verano del 2003, descendiendo hasta el 5,3% en junio del 2004. Esta tasa aumentó de nuevo en el segundo semestre del 2004 situándose, al final del año, en el 6,4%, como consecuencia del efecto positivo del reducido nivel de los tipos de interés y del bajo coste de oportunidad de mantener dinero resultante, y se vio favorecida por un nuevo descenso de los tipos a largo plazo. Al mismo tiempo, la evolución monetaria en el 2004 también reflejó el hecho de que el crecimiento del producto fue más intenso que en el año anterior.

La normalización del comportamiento en la asignación de carteras observada en el 2004 se efectuó con lentitud. Aunque la excepcional incertidumbre económica y en los mercados financieros de los años anteriores disminuyó, parece que la aversión al riesgo de los hogares de la zona del euro continuó siendo pronunciada, tras un largo período de minusvalías en los mercados de renta variable entre el 2000 y mediados del 2003. Esto puede explicar la preferencia de los inversores por la liquidez, que fue superior a lo que se consideraría normal en esta fase del ciclo económico. Además, el impacto favorable de los reducidos tipos de interés sobre las tenencias de efectivo puede ser especialmente intenso cuando los tipos están en niveles muy bajos, lo que podría ser atribuible a la existencia de costes de transacción asociados a la sustitución de activos líquidos que podrían reducir aún más el coste de oportunidad de mantener estos activos.

La creciente influencia del reducido nivel de los tipos de interés a la hora de impulsar la dinámica de M3 puede ilustrarse con la ayuda de una medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera hacia

#### Gráfico 4 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se construyen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

este agregado monetario<sup>1</sup> durante el período de extraordinaria incertidumbre en los mercados financieros comprendido entre el 2001 y mediados del 2003. Por la forma en que se calcula, esta medida tampoco resulta afectada por la posterior normalización del comportamiento en la asignación de carteras y, de este modo, debería proporcionar indicaciones más claras del efecto de los tipos de interés que la serie de M3 oficial. Cabe destacar que la estimación de M3 corregida por el impacto de los desplazamientos de cartera está sujeta a considerable incertidumbre y, por consiguiente, debe interpretarse con cautela. En los tres últimos trimestres del 2004, la tasa de crecimiento interanual de M3 oficial se situó por debajo de la tasa correspondiente de la serie de M3 corregida, lo que indica que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras tuvo un efecto moderador. No obstante, el hecho de que ambas tasas aumentaran en el segundo semestre del 2004

<sup>1</sup> Para conocer más detalles, véase la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

**Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3**

(en puntos porcentuales; crecimiento de M3 en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

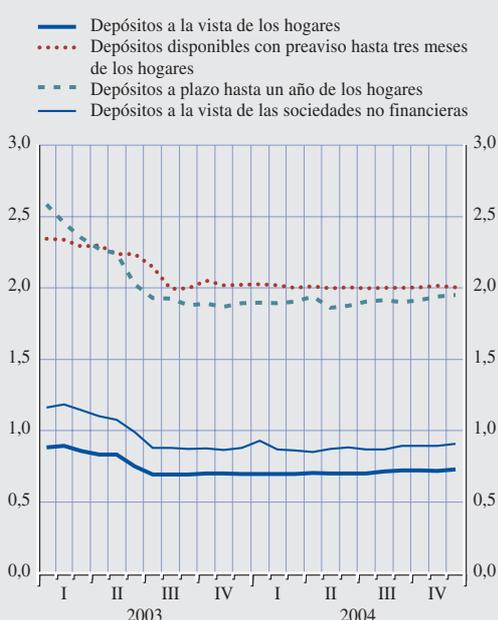
puede apuntar a que fue el impacto expansivo asociado al bajo nivel de los tipos de interés, más que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras, el principal factor impulsor de la evolución de M3 (véase gráfico 4).

Al igual que en el 2003, la principal contribución al crecimiento interanual de M3 en el 2004 procedió de los componentes más líquidos, es decir, los incluidos en el agregado monetario estrecho M1 (véase gráfico 5). Esta aportación fue consecuencia de los considerables aumentos del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista. El crecimiento del efectivo en circulación fue reflejo de la persistente e intensa demanda de billetes en euros tanto dentro como fuera de la zona del euro (véase también la sección 3 del capítulo 2 sobre billetes y monedas).

La tasa de crecimiento de los depósitos a la vista se mantuvo bastante elevada en el 2004, favorecida por el muy reducido coste de oportunidad de mantener estos depósitos. El promedio de los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras no registró práctica-

**Gráfico 6 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos**

(en porcentaje, tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones)<sup>1)</sup>



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

mente variaciones con respecto al final del 2003 y se situó en el 0,73% y el 0,9%, respectivamente, al final del 2004 (véase gráfico 6). Esta evolución reflejó la trayectoria de los tipos de interés del mercado monetario en el 2004.

La contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista al crecimiento interanual de M3 fue de aproximadamente 1,1 puntos porcentuales en el 2004, considerablemente inferior a la del 2003. Esta menor contribución fue consecuencia, principalmente, de la evolución de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), cuya tasa de crecimiento interanual fue negativa, mientras que los depósitos de ahorro a

corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) registraron un pronunciado crecimiento. La trayectoria divergente de estos dos componentes puede deberse al hecho de que la ventaja habitual en lo que se refiere a la remuneración de los depósitos a plazo hasta un año frente a los depósitos de ahorro no se produjo en el 2004 (véase gráfico 6). En tal situación, los depósitos de ahorro a corto plazo son bastante atractivos por su mayor liquidez.

Por último, la contribución de los instrumentos negociables a la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta 0,4 puntos porcentuales en el 2004, frente a 1,2 puntos porcentuales el

año anterior. Esto se debió, en particular, a la pronunciada caída de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario. Con frecuencia, los hogares y las empresas mantienen estos activos como una forma segura de ahorro en épocas de incertidumbre económica y financiera, y el hecho de que su crecimiento se ralentizara refleja la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras observada en el 2004 (véase también el recuadro 1 titulado, «Tendencias en la inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro en el 2004»).

#### Recuadro 1

##### TENDENCIAS EN LA INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2004

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero en los tres primeros trimestres del 2004 no registró variaciones en general, en comparación con la tasa media de crecimiento del 2003 (véase cuadro). Esta estabilidad ocultó una evolución algo heterogénea de las distintas categorías de inversión financiera. Aunque se registró una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión en deuda a largo plazo y en acciones cotizadas entre el 2003 y el 2004, la tasa de crecimiento de la inversión en participaciones del mercado monetario descendió de manera significativa. Por otra parte, si bien la inversión en valores de renta variable y en fondos de inversión de renta variable creció a un ritmo más intenso en el 2004 que en años anteriores, las adquisiciones de valores de renta fija y de fondos de inversión de renta fija se redujeron ligeramente. En general, esta evolución confirma, una vez más, la progresiva normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, ya que se recuperó la preferencia de los agentes por la inversión en activos de mayor riesgo y a más largo plazo.

Los hogares continuaron invirtiendo un porcentaje elevado de su ahorro financiero en reservas de seguro, aunque a un ritmo algo más lento que en el 2003. El notable interés por estos productos ha sido constante durante varios años, y probablemente se deba al ahorro por motivos de precaución para la jubilación como consecuencia del envejecimiento de la sociedad, y es posible que también refleje la preocupación de los agentes en relación con los planes públicos de pensiones.

## Inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>.</b>
Efectivo y depósitos	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Valores distintos de acciones	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>de los cuales:</i> a corto plazo	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>de los cuales:</i> a largo plazo	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Participaciones en fondos de inversión	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>de las cuales:</i> participaciones en fondos de inversión, excl. participaciones en fondos del mercado monetario	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>de las cuales:</i> participaciones en fondos del mercado monetario	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Acciones cotizadas	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Reservas técnicas de seguro	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Fuente: BCE.

Notas: Véase también el cuadro 3.1 en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE. Datos interanuales a fin de período.

1) A fin del segundo trimestre del 2004. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) A fin de período. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, el sector no financiero y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y en la Administración Central.

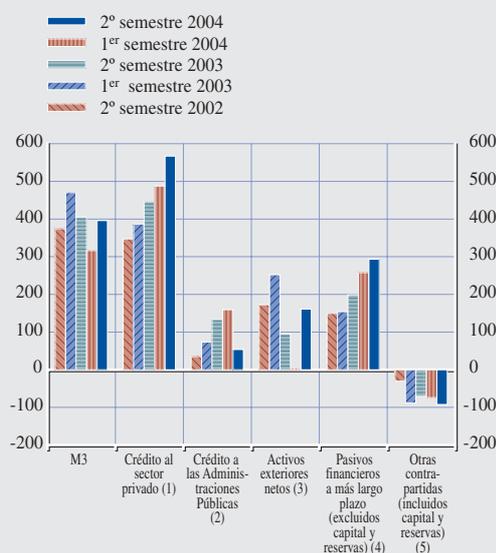
### CRECIMIENTO MÁS GENERALIZADO DEL CRÉDITO DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO

La evolución de las contrapartidas de M3 confirmó la influencia de los dos factores contrapuestos anteriormente indicados en la evolución monetaria. Por un lado, el mayor crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y, en el primer semestre del año, el menor incremento de los activos exteriores netos, reflejaron el cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera hacia M3. Por otro, el crecimiento más pronunciado de los préstamos de las IFM al sector privado fue consecuencia de los reducidos tipos de interés vigentes.

En el primer semestre del 2004, las salidas de capital de la zona del euro continuaron siendo intensas, mientras que los menores flujos de entrada provocaron un descenso de los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro (véase gráfico 7). Estas salidas de capital fueron consecuencia de la adquisición de activos de no resi-

### Gráfico 7 Movimientos de M3 y de sus contrapartidas

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



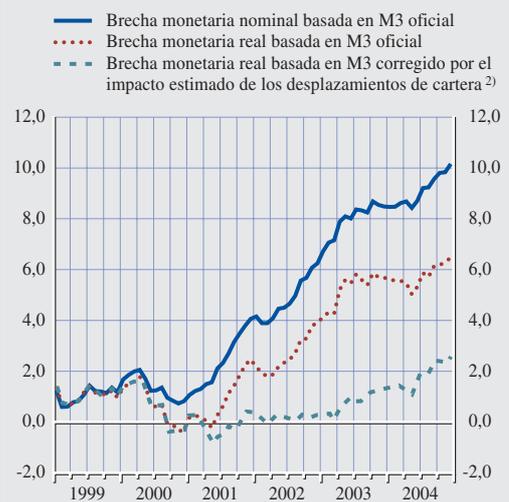
Fuente: BCE.  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

dentes por parte de residentes en la zona del euro, lo que constituye un aspecto de la normalización de su comportamiento en la asignación de carteras. En la medida en que estas operaciones se liquidan a través del sector de las IFM de la zona del euro, los activos exteriores netos de estas instituciones y los depósitos de los residentes en la zona del euro disminuyen. En el primer semestre del 2004 también se registró una expansión moderada de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), una trayectoria que es acorde con la normalización en curso del comportamiento en la asignación de carteras, ya que se sustituyeron activos monetarios líquidos por instrumentos a más largo plazo. Esta evolución de los activos exteriores netos y de los pasivos financieros a más largo plazo fue, fundamentalmente, una continuación de las tendencias observadas en el segundo semestre del 2003. Sin embargo, ya durante el primer semestre del 2004, el efecto moderador de estos factores en el crecimiento de M3 quedó compensado, en parte, por el intenso crecimiento del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro, en un entorno caracterizado por los reducidos niveles de los tipos de interés y por una mejora de la situación económica.

En el segundo semestre del 2004, el persistente fortalecimiento del crecimiento del crédito de las IFM al sector privado convirtió a esta contrapartida en el factor impulsor más destacado de la evolución de M3. Además, el dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado pasó a ser más generalizado en los principales sectores no financieros. Las presiones alcistas sobre la trayectoria de M3 también estuvieron asociadas al cambio de sentido de la anterior tendencia a la baja de los flujos interanuales de los activos exteriores netos. Ello fue consecuencia de las entradas de capital registradas como resultado del renovado interés por los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro por parte de no residentes, así como de las expectativas de apreciación del tipo de cambio del euro. La contribución media de los activos exteriores netos al crecimiento interanual de M3 se incrementó desde 1,1 puntos

### Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria <sup>1)</sup>

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



Fuente: BCE.

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

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se construyen utilizando el enfoque analizado en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

porcentuales, en el segundo trimestre del 2004, hasta 2,2 puntos porcentuales en el último trimestre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se intensificó, lo que apunta a que se está produciendo una normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras en favor de activos no monetarios.

### LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ SIGUIÓ SIENDO HOLGADA

La fortaleza de la evolución de M3 en el año 2004 supuso un nuevo aumento de las medidas del exceso de liquidez, es decir, de la liquidez disponible en la zona de euro por encima de la

necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista (véase gráfico 8). La primera de estas medidas es la brecha monetaria nominal, que se define como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base; la segunda es la brecha monetaria real, que corrige la brecha monetaria nominal por el exceso de liquidez absorbido por la trayectoria anterior de los precios (esto es, la desviación acumulada de las tasas de inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE); y la tercera es una medida alternativa de la brecha monetaria real que se construye utilizando una estimación de M3 corregida por los desplazamientos de cartera.

Al considerar estas medidas del exceso de liquidez se ha de reconocer que la elección de diciembre de 1998 como período base es arbitraria. Por consiguiente, los niveles de estas medidas deben interpretarse con cautela. Por otra parte, como se ha observado anteriormente, la estimación de M3 corregida por los desplazamientos de cartera está sujeta a una considerable incertidumbre<sup>2</sup>. Teniendo presentes estas salvedades, todas las estimaciones de la brecha monetaria aumentaron de nuevo en el segundo semestre del 2004, tras observarse signos de estabilización durante el

primer semestre. La gran diferencia observada entre la medida de la brecha monetaria real basada en la serie de M3 oficial y la basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera indica que gran parte del exceso de liquidez tuvo su origen en los anteriores desplazamientos de cartera hacia M3. Sin embargo, el gráfico 8 también muestra que la medida corregida se ha incrementado considerablemente desde mediados del 2003, lo que indica que el exceso de liquidez de la zona del euro ha dejado de ser sólo un reflejo de los desplazamientos de cartera.

Estos niveles del exceso de liquidez apuntan a riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Si una parte considerable de este exceso de liquidez se transformara en dinero para transacciones, sobre todo en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica, podría contribuir a la aparición de presiones inflacionistas (véase el recuadro 2, titulado «¿Qué puede suceder con el exceso de liquidez de la zona del euro?»). Por otra parte, una situación de liquidez holgada y un fuerte crecimiento del crédito podrían dar lugar a fuertes incrementos del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

2 Para conocer más detalles, véase la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

## Recuadro 2

### ¿QUÉ PUEDE SUCEDER CON EL EXCESO DE LIQUIDEZ DE LA ZONA DEL EURO?

El pronunciado crecimiento de M3 observado desde mediados del 2001 ha provocado un incremento moderado de las medidas del exceso de liquidez de la zona del euro, que han alcanzado máximos históricos. Esto implica que, en el 2004, en la zona del euro hubo bastante más liquidez de la que normalmente es necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Sin embargo, los niveles de estas medidas deben interpretarse con cautela.

Al valorar lo que puede pasar con el exceso de liquidez es necesario tener presentes los factores responsables de su formación, pudiendo identificarse dos factores generales. En primer lugar, el prolongado período de incertidumbre económica, financiera y geopolítica entre mediados del 2001 y del 2003 condujo a un aumento considerable de la preferencia por los instrumentos líquidos y seguros incluidos en M3. En segundo lugar, los reducidos tipos de interés en

## Presentación esquemática de cómo se puede utilizar el exceso de liquidez



todos los plazos y el bajo coste de oportunidad de mantener activos líquidos asociado han reforzado la demanda de dinero, sobre todo en el período más reciente. Considerando estos factores, la intensa demanda de instrumentos a corto plazo incluidos en M3 puede obedecer a una combinación de motivos, principalmente de especulación y de precaución, más que de transacción. A su vez, cada uno de estos motivos puede conllevar formas diferentes de utilizar el exceso de liquidez en el futuro y, en consecuencia, distintos niveles de riesgo para la estabilidad de precios (véase gráfico).

Un uso posible del exceso de liquidez es que los agentes económicos inviertan sus tenencias líquidas en activos a más largo plazo, en valores de renta variable o de renta fija, o en activos inmobiliarios, ya sea directamente o indirectamente a través de los fondos de inversión. Para lograr una reducción agregada del exceso de liquidez, es necesario que el sector IFM residente o los agentes de fuera de la zona del euro actúen como contrapartida en estas operaciones. Esta utilización del exceso de liquidez no causaría un impacto directo en la inflación medida por el IAPC, pero, en determinadas circunstancias, el reajuste de carteras puede influir en el precio de los activos, lo que, a su vez, podría provocar efectos indirectos en la inflación futura a través del efecto riqueza.

Una segunda posibilidad es que, en un momento determinado, el exceso de liquidez se transforme en dinero para transacciones, algo muy probable cuando aumenta la confianza en la actividad económica. En la medida en que estos fondos se utilicen para aumentar la demanda de bienes y servicios internos, los actuales márgenes de capacidad no utilizada se reabsorberían progresivamente. Si este intenso crecimiento del consumo continuara durante un tiempo suficientemente prolongado, una contracción de las capacidades de producción podría, llegado el caso, plantear riesgos para la estabilidad de precios.

Por último, no puede descartarse totalmente que el actual exceso de liquidez se deba, en parte, a un cambio permanente en el comportamiento de los agentes económicos en lo que respecta a la demanda de dinero, esto es, a una preferencia estructural más pronunciada por la liquidez y, con ello, a un incremento del nivel deseado de las tenencias de efectivo. Un cambio de esta

naturaleza podría ser resultado, por ejemplo, de una mayor aversión estructural al riesgo por parte de los hogares en lo que se refiere a la inversión financiera tras las considerables pérdidas registradas en los mercados de renta variable entre el 2000 y el 2003. En la medida en que este factor ejerza una influencia, el exceso de liquidez de la zona del euro sería inferior al que indican las medidas actuales y no tendría un impacto inflacionista.

En realidad, es probable que la situación sea el resultado de una combinación de estas tres posibilidades. En el contexto actual resulta difícil determinar si en los últimos años se ha producido un aumento permanente de la preferencia por la liquidez. Al mismo tiempo, una persistente e intensa inclinación por la adquisición de activos inmobiliarios podría estar vinculada a pronunciados incrementos del precio de estos activos. Por otro lado, se dispone de cierta evidencia de que los agentes económicos han reajustado su comportamiento en la asignación de carteras invirtiendo más en activos financieros a más largo plazo. Si se tiene en cuenta la situación futura, tampoco puede descartarse que parte de este exceso de liquidez se utilice para transacciones nominales de mayor cuantía, sobre todo en momentos de mayor confianza económica, y que posteriormente se asocie a un aumento de la inflación.

Por consiguiente, en general, incluso si parte del exceso de liquidez obedece a una mayor preferencia por activos líquidos por parte de los hogares y las empresas de la zona del euro, los elevados niveles alcanzados en el 2004 siguen siendo motivo de preocupación para el BCE y deben ser objeto de seguimiento. Con el fin de captar la relativa importancia de los posibles escenarios del uso del exceso de liquidez y, con ello, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, el BCE continuará efectuando un atento seguimiento de todos los aspectos, sobre todo en cuanto a: a) la evidencia de un cambio de sentido de anteriores desplazamientos de carteras y del riesgo de que surjan burbujas del precio de los activos; b) la evidencia de un consumo mayor del habitual; y c) la evidencia de cualquier cambio estructural en la demanda de dinero.

#### **LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO SE MANTUVIERON PRÁCTICAMENTE ESTABLES**

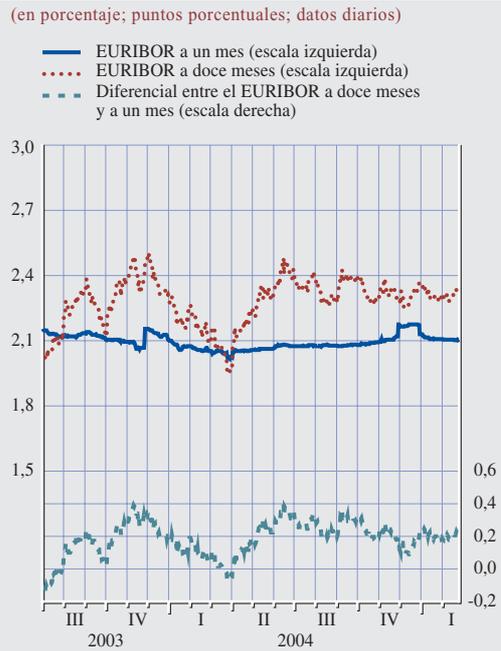
En el 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió no modificar los tipos de interés oficiales. En consecuencia, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron prácticamente estables durante todo el año.

Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos descendieron considerablemente en el primer trimestre del 2004, continuando la tendencia a la baja observada desde mediados de diciembre del 2003 (véase gráfico 9). Hacia finales de marzo del 2004, en un contexto en el que se esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE volvieran a recortarse, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se tornó negativa. De hecho, esta pendiente, medida por la diferencia

entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, registró un mínimo de -7 puntos básicos el 26 de marzo del 2004.

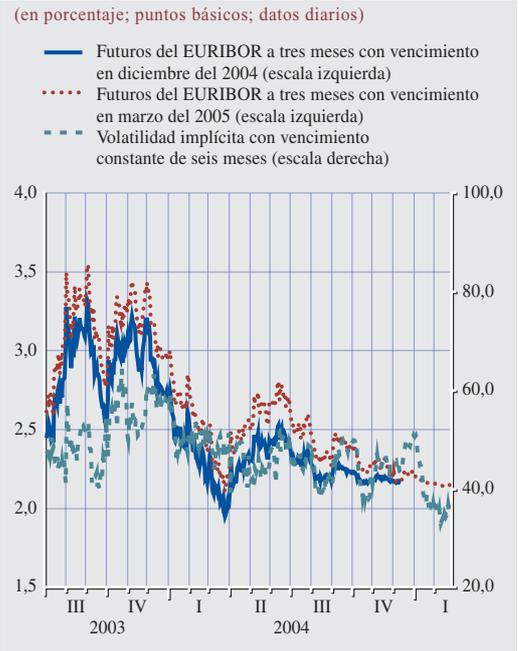
No obstante, entre abril y junio del 2004, la pendiente de la curva de rendimientos se normalizó, con incrementos significativos de los tipos de interés a los plazos más largos, mientras que, en general, permanecieron estables a los plazos más cortos de la citada curva. Posteriormente, los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario apenas se modificaron, fluctuando dentro de un margen muy estrecho de aproximadamente 10 puntos básicos. Al final del año, los tipos EURIBOR a un mes y a doce meses se situaron en el 2,12% y el 2,35%, respectivamente, niveles próximos a los alcanzados al final del 2003.

**Gráfico 9 Tipos de interés a corto plazo y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario**



Fuente: Reuters.

**Gráfico 10 Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses**



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

En los dos primeros meses del 2005, los tipos del EURIBOR a los plazos más largos prácticamente no se modificaron, ya que los participantes en el mercado esperaban que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieran estables durante la mayor parte del 2005, y las primas por plazo se mantuvieron moderadas. El 24 de febrero de 2005, los tipos EURIBOR a un mes y a doce meses se situaron en el 2,10% y el 2,34%, respectivamente.

Las variaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en el 2004 quedaron reflejadas, en general, en la evolución de los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses disminuyó notablemente durante el año, lo que indica que la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la trayectoria esperada de los tipos de interés a corto plazo era muy reducida (véase gráfico 10).

### EL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO SE REDUJO CONSIDERABLEMENTE EN EL 2004

Al final del 2004, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se situó en niveles muy bajos en términos históricos. Mientras que, en el primer semestre del año, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo fluctuó ligeramente, pero sin variar mucho en general, en el segundo semestre mostró una prolongada tendencia a la baja, y al final del año era del 3,7%, considerablemente por debajo de los niveles vigentes al final del 2003 (véase gráfico 11).

En general, estas variaciones en el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro se debieron, fundamentalmente, a las percepciones cambiantes de los participantes en el mercado acerca de las presiones inflacionistas y de las perspectivas para la economía de la zona, que, a su vez, estaban estrechamente relacionadas con cambios en las perspectivas

macroeconómicas internacionales a lo largo del año. Las expectativas de los participantes en el mercado en cuanto al impacto de la subida de los precios del petróleo durante el año influyeron de forma significativa en las percepciones relativas a las presiones inflacionistas y a la actividad económica. No obstante, con el tiempo estas expectativas parecieron modificarse de manera acorde con la publicación de datos macroeconómicos. De hecho, aunque, en la primavera, los participantes en el mercado parecieron inquietarse, principalmente, por los efectos inflacionistas del acusado incremento de los precios del petróleo, posteriormente esta preocupación pareció centrarse en su impacto sobre la actividad económica.

En el primer trimestre del año, el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro disminuyó, como consecuencia de las fluctuaciones registradas en el mercado estadounidense, en un entorno de creciente inquietud sobre la fortaleza de la recuperación económica en Estados Unidos. A pesar de la gradual mejora de la actividad económica en la zona del euro, el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona indiciados con la inflación también se redujo en el primer trimestre del año, en consonancia con el rendimiento de bonos estadounidenses similares, debido a que las expectativas de los participantes en el mercado sobre la actividad económica mundial en el futuro parecían estar influidas, en gran parte, por la preocupación sobre la sostenibilidad de la recuperación económica en Estados Unidos.

La caída del rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro en los tres primeros meses del año cambió rápidamente de sentido a partir de abril, y el incremento registrado posteriormente pareció deberse a dos factores, principalmente. En primer lugar, la confianza de los participantes en el mercado en cuanto a la recuperación en curso de la zona del euro se incrementó, que también se vio favorecida por las mejores perspectivas para la economía mundial. En segundo lugar, aumentó la preocupación de los participantes en el mercado sobre el posible impacto inflacionista del encarecimiento de

**Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo <sup>1)</sup>**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Bloomberg y Thomson Financial Datastream.

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

2) A partir del 1 de enero de 2001, los datos incluyen a Grecia.

los precios del petróleo en un contexto de recuperación económica mundial. Ciertamente, en la primavera, el rendimiento de los bonos a largo plazo y las tasas de inflación implícita se recuperaron en un entorno de nuevas inquietudes inflacionistas por parte de los inversores (véase gráfico 12). No obstante, esta preocupación fue mucho menos pronunciada en la zona del euro que en Estados Unidos, donde el rendimiento de los bonos y las tasas de inflación implícita se incrementaron de manera más pronunciada.

Entre abril y junio del 2004, las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la inflación en la zona del euro parecieron aumentar más en horizontes temporales más cortos, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo, medidas por las tasas de inflación implícita a futuro, parecieron ser algo más estables, aunque se mantuvieron relativamente elevadas<sup>3</sup>. Es probable que el aumento de las tasas de inflación implícita de la zona del euro obe-

3 En el gráfico 12 se muestra que, en la primavera del 2004, el aumento de la tasa de inflación implícita corriente para el 2012, que refleja, entre otras cosas, las expectativas de inflación media entre el 2004 y el 2012, fue mayor que el de la tasa de inflación implícita a futuro, que indica las expectativas de inflación media entre el 2008 y el 2014. Esto apunta a un aumento mayor de las expectativas de inflación en horizontes temporales más cortos.

### Gráfico 12 Rendimiento real de los bonos a largo plazo y tasas de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Tesoro francés y cálculos del BCE.

1) Obtenido a partir de los bonos del Tesoro francés indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012.

2) Para conocer los detalles del cálculo, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual del BCE de febrero del 2002.

3) Calculada a partir de bonos indicados con la inflación de la zona del euro con vencimiento en el 2008 y el 2014 desde la fecha de emisión de los bonos con vencimiento en el 2014.

deciera, en cierta medida, al incremento de la prima de riesgo de inflación exigida por los inversores como resultado de la incertidumbre acerca del impacto de la evolución de los precios del petróleo. La información adicional que se publicó sobre las citadas expectativas procedente de encuestas, que no mostraba un aumento de los valores estimados de las expectativas de inflación a largo plazo, era coherente con esta interpretación.

La evolución de los precios del petróleo siguió influyendo considerablemente en el rendimiento de los bonos durante el segundo semestre del año. Sin embargo, en este período también pareció acrecentarse la inquietud de los mercados acerca del impacto de los precios del petróleo sobre la actividad económica de la zona del euro y sobre la economía mundial. Esto se reflejó en el descenso gradual del rendimiento nominal de los bonos a largo plazo y en el de los bonos indicados con la inflación observado desde mediados de junio, lo que apunta a que los mercados esperaban que el ritmo de creci-

miento económico de la zona del euro se ralentizara levemente. La depreciación del dólar estadounidense frente al euro, sobre todo en el último trimestre del 2004, también pareció contribuir a que se moderase la percepción de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro. La caída del rendimiento de los bonos nominales e indicados con la inflación a largo plazo de la zona también tuvo su origen en las revisiones a la baja de las expectativas de los mercados en cuanto al ritmo de endurecimiento de la política monetaria a corto y medio plazo.

Como resultado de esta evolución, el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo de la zona del euro se redujo de manera significativa, unos 60 puntos básicos, en el 2004, con lo que al final del año se situó en el 3,7%, próximo a sus mínimos históricos. El diferencial de tipos de interés frente a Estados Unidos se mantuvo prácticamente estable durante la mayor parte del año, como consecuencia de cambios más o menos simultáneos en las perspectivas macroeconómicas de las dos áreas económicas. No obstante, se observó cierto comportamiento divergente en la trayectoria del rendimiento de los bonos a largo plazo hacia el final del año, cuando el diferencial de tipos de interés entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro aumentó ligeramente, hasta casi 60 puntos básicos.

Las tasas de inflación implícita también se moderaron ligeramente en el segundo semestre del 2004. Sin embargo, las tasas de inflación implícita a largo plazo de la zona del euro permanecían, al final del año, por encima de sus valores medios desde finales del 2001, cuando los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, se emitieron por primera vez. La tasa de inflación implícita a diez años se situaba, al final del año, en torno al 2,2%, lo que supone un incremento de más de 10 puntos básicos con respecto a diciembre del 2003.

Otro aspecto reseñable del 2004 fue la reducción de la volatilidad implícita en el mercado de

renta fija, que es una medida de la opinión del mercado sobre los márgenes en los que se espera que se mueva el rendimiento de los bonos en el corto plazo. Ciertamente, las posteriores reducciones de la volatilidad observada confirmaron las expectativas del mercado al respecto (véase

el recuadro 3, titulado «Tendencias comunes en la volatilidad implícita de los mercados financieros»).

A principios del 2005, el rendimiento de los bonos a largo plazo en los mercados interna-

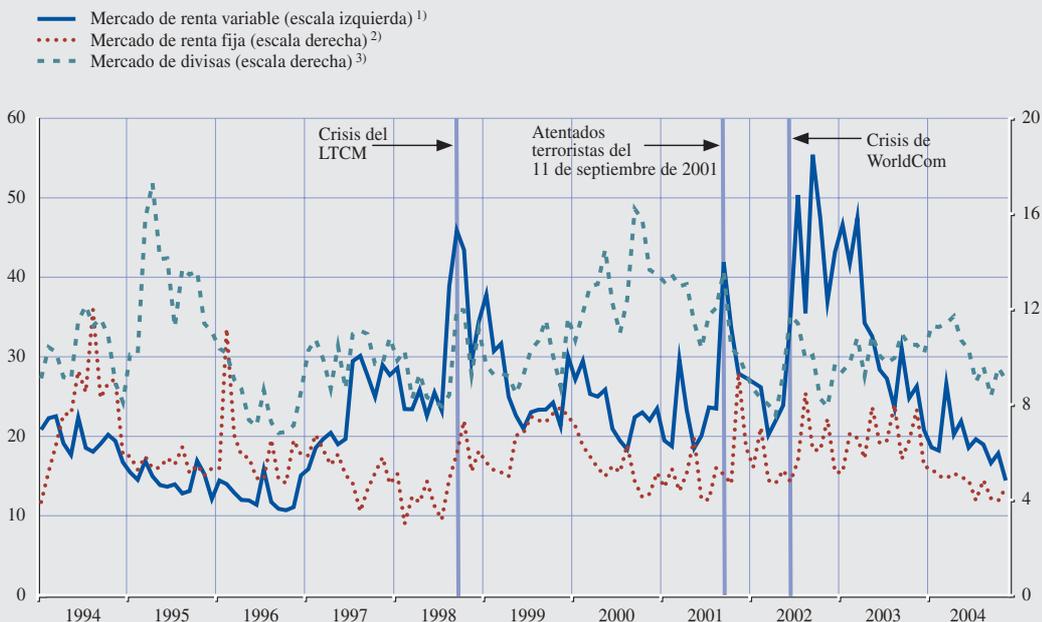
### Recuadro 3

#### TENDENCIAS COMUNES EN LA VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En el 2004 se produjo un pronunciado descenso general de la volatilidad implícita en varios segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y de otras economías avanzadas. La volatilidad implícita, que se obtiene del precio de las opciones, suele interpretarse como una medida de la incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución a corto plazo de distintos mercados financieros. En el 2004 se suscitó cierta preocupación acerca de que los niveles de volatilidad implícita, relativamente reducidos, podrían no estar totalmente justificados en la medida en que factores distintos de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la volatilidad futura podrían haberlos forzado a la baja. Esta posible «anomalía en la valoración» de la volatilidad podría constituir un riesgo para la estabilidad financiera. Si las instituciones financieras, por ejemplo, responden a la caída de la volatilidad aumentando su exposición al riesgo, podrían incurrir en pérdidas elevadas si se produjera una

#### Gráfico A Volatilidad implícita en los mercados financieros de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

1) Índice de volatilidad del índice DAX alemán, que mide la volatilidad implícita para los 45 días naturales siguientes.

2) Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes con 22 días hasta el vencimiento.

3) Volatilidad implícita de las opciones sobre el tipo de cambio dólar/euro con aproximadamente un mes hasta el vencimiento.

corrección al alza de la citada volatilidad. Según la evidencia empírica, no se detectó tal anomalía, y la reducción de la volatilidad implícita en distintos mercados financieros fue seguida de una disminución de la volatilidad observada<sup>1</sup>. A su vez, la menor volatilidad observada puede ser atribuible, por ejemplo, al actual proceso de normalización, sobre todo en los mercados de renta variable internacionales, tras varios años de evolución excepcionalmente turbulenta.

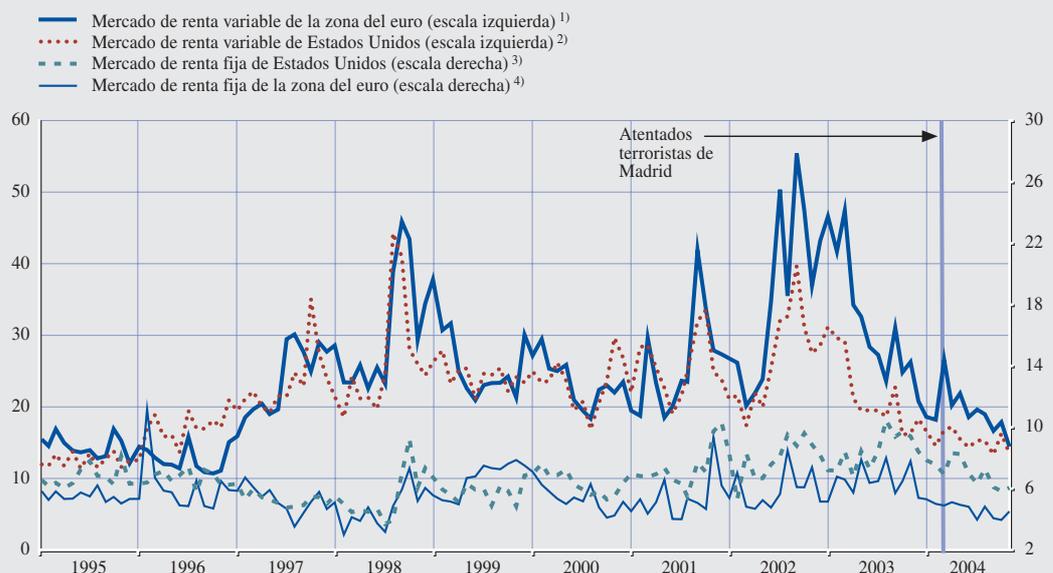
En el gráfico A se muestra la volatilidad implícita de (i) el índice DAX alemán, medida por la volatilidad del índice VDAX, (ii) la deuda pública a largo plazo, calculada a partir de opciones sobre futuros de bonos alemanes con 22 días hábiles hasta el vencimiento, y (iii) el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense, obtenido de opciones sobre divisas con vencimiento en aproximadamente un mes. Dado que todas las opciones son del mismo día y tienen más o menos el mismo plazo hasta el vencimiento, las series de la volatilidad implícita que se muestran en el gráfico miden la incertidumbre de los participantes en el mercado en un horizonte a corto plazo similar en los tres segmentos del mercado.

Parece que en el pasado ha habido un nivel bastante reducido de correlación en la volatilidad esperada a corto plazo en los distintos segmentos del mercado, excepto en períodos ocasionales de turbulencias en los mercados, que probablemente fueron provocadas por perturbaciones comunes más que específicas de cada mercado. Más recientemente, la reducción de la volatilidad observada durante los tres primeros trimestres del 2004 fue bastante similar en los distintos mercados. A falta de evidencia que apunte a una valoración anómala de la volatilidad,

<sup>1</sup> Véanse los recuadros titulados «Tendencias recientes en la volatilidad implícita en los mercados de renta variable» y «Tendencias recientes de la volatilidad implícita en el mercado de renta fija», en los boletines mensuales de noviembre y diciembre del 2004, respectivamente.

### Gráfico B Volatilidad implícita en los mercados de renta fija y de renta variable de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

- 1) Índice de volatilidad del índice DAX alemán, que mide la volatilidad implícita para los 45 días naturales siguientes.
- 2) Índice de volatilidad del índice S&P 500, que mide la volatilidad implícita para los 30 días naturales siguientes.
- 3) Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del Tesoro estadounidense con 22 días hábiles hasta el vencimiento.
- 4) Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes con 22 días hábiles hasta el vencimiento.

esto indicaría que existe una confianza generalizada y creciente entre los participantes en los mercados financieros en la estabilidad de estos mercados a corto plazo. No obstante, el acusado descenso de la volatilidad implícita del tipo de cambio del dólar estadounidense frente al euro en los últimos meses del 2004 se interrumpió en un entorno de mayor debilidad de la moneda estadounidense.

En la actualidad, los mercados de capitales están muy integrados y se puede pensar que las correlaciones de la volatilidad a escala internacional dentro de cada segmento del mercado son considerables. En el gráfico B se muestra la volatilidad implícita en los mercados de renta variable en Estados Unidos y en la zona del euro, medidos por los índices VIX y VDAX, respectivamente, así como la volatilidad implícita en los mercados de renta fija a largo plazo correspondientes, obtenida de opciones sobre futuros de bonos del Tesoro estadounidense y sobre bonos alemanes, respectivamente.

Del gráfico se desprende que existe un grado bastante elevado de correlación de la volatilidad implícita en ambas clases de activos en Estados Unidos y en la zona del euro. Por otra parte, las correlaciones internacionales parecen ser algo más intensas en los mercados de renta variable que en los de deuda pública a largo plazo. Con todo, los factores específicos de cada país y de cada mercado pueden resultar decisivos. Los atentados terroristas del 11 de marzo de 2004 en Madrid, por ejemplo, tuvieron un impacto mayor, aunque transitorio, en la volatilidad esperada en el mercado de renta variable de la zona del euro que en el de Estados Unidos. El gráfico también muestra cómo el descenso general de la volatilidad implícita de los últimos años no se ha limitado a la zona del euro.

En general, las correlaciones entre determinadas clases de activos financieros de distintas áreas geográficas son bastante fuertes, sobre todo en los mercados de renta variable. Aunque no hay una tendencia general que indique que la volatilidad implícita se mueve de forma similar en distintos segmentos del mercado en circunstancias normales, parece haber una conexión mayor en épocas de turbulencia. La reciente trayectoria coincidente de la volatilidad implícita de las tres clases de activos es notable, ya que no está relacionada con ninguna perturbación financiera y, en consecuencia, refuerza la idea de que los participantes en el mercado prevén, de manera generalizada, que en un futuro próximo, la situación en los mercados financieros será más estable que a principios del 2004.

cionales continuó descendiendo para luego recuperarse rápidamente en torno a mediados de febrero. En consecuencia, el 24 de febrero el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos se situó en niveles próximos a los del final del 2004.

#### **LAS GANANCIAS EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE DE LA ZONA DEL EURO CONTINUARON SIENDO ELEVADAS EN EL 2004**

En el 2004, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro continuaron la tendencia al alza observada desde principios del 2003 (véase gráfico 13). El índice Dow Jones EURO STOXX

finalizó el año con ganancias de aproximadamente el 10% en comparación con el final del año anterior, un incremento ligeramente superior al de los índices Standard & Poor's 500 y el Nikkei 225.

Esta subida general de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro pareció deberse a varios factores, sobre todo a las reducciones de los tipos de interés a largo plazo y al pronunciado aumento de los beneficios reales y del pago de dividendos (véase gráfico 14).

**Gráfico 13 Principales índices bursátiles <sup>1)</sup>**

(índice: 1 de enero de 1999 = 100; datos diarios)



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

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

**Gráfico 14 Crecimiento de los beneficios empresariales reales y esperados**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Thomson Financial Datastream (estimaciones de los beneficios realizadas por los analistas a partir del Institutional Brokers Estimate System, IBES).

El considerable descenso de la volatilidad del mercado de renta variable, que apuntaba a una disminución de la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas del citado mercado, también pareció contribuir positivamente a las ganancias registradas en las cotizaciones bursátiles durante el año (véase también recuadro 3). Los factores potencialmente negativos, como las perspectivas de crecimiento mundial, algo menos optimistas como consecuencia del incremento de los precios del petróleo y, especialmente hacia finales del 2004, de la evolución del tipo de cambio, únicamente parecieron tener un efecto moderador en las cotizaciones bursátiles.

En cuanto al detalle por sectores, la subida de las cotizaciones bursátiles en el 2004 fue prácticamente generalizada, y, al final del año, de los diez sectores económicos del índice Dow Jones EURO STOXX únicamente las cotizaciones del sector tecnológico registraron una bajada con respecto al año anterior. Las mayores ganancias correspondieron al sector de atención sanitaria y al de agua, gas y electricidad, al tiempo que el sector de telecomunicaciones

también se recuperó en el 2004. El sector energético también superó al índice general, favorecido por el hecho de que sus ingresos están directamente relacionados con la evolución de los precios del petróleo. Este factor también contribuyó a los resultados registrados en el sector de agua, gas y electricidad, ya que el desplazamiento de la demanda hacia fuentes de energía alternativas como el gas natural es habitual en épocas en las que los precios del petróleo son elevados. En cambio, el sector de bienes de consumo mostró mayor debilidad que el índice general en el 2004, tanto para bienes y servicios cíclicos como no cíclicos. Esto puede reflejar la inquietud de los inversores sobre la fortaleza de la demanda interna, en general, y del consumo privado, en particular, en la zona del euro.

La tendencia alcista en la evolución de las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales continuó durante los dos primeros meses del 2005. El índice Dow Jones EURO STOXX recuperó más del 3% entre el final del 2004 y el 24 de febrero, mientras que el Standard & Poor's 500 y el Nikkei 225 también se elevaron

ligeramente en el citado período. Estas subidas de las cotizaciones parecieron sustentarse, principalmente, en las notables mejoras de la rentabilidad empresarial.

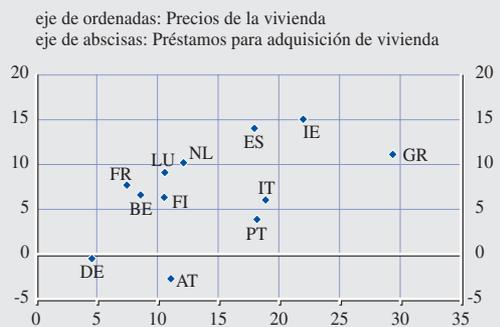
### INTENSA DEMANDA DE FINANCIACIÓN POR PARTE DE LOS HOGARES

La demanda de financiación por parte del sector hogares fue intensa en el 2004, como se reflejó en el hecho de que la tasa media de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentara hasta el 7,8%. En el 2004, la trayectoria de los préstamos a hogares continuó la tendencia al alza observada desde el primer trimestre del 2002 y estuvo relacionada, fundamentalmente, con el pronunciado crecimiento de los préstamos a largo plazo. En los tres primeros trimestres del 2004, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares fue superior a la de los préstamos concedidos por las IFM, lo que apunta a la persistencia de una elevada tasa de crecimiento de los préstamos otorgados por otras instituciones financieras en el contexto de la titulización de los préstamos hipotecarios en algunos países.

Los préstamos a largo plazo de las IFM a los hogares fueron, en su mayor parte, para adquisición de vivienda. La vigorosa trayectoria de esta modalidad de crédito se vio favorecida por la intensa evolución de los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro, que continuaron creciendo a una tasa interanual de más del 7% para el conjunto de la zona en el primer semestre del 2004. Los datos disponibles indican que el crecimiento del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda fue lento en la mayor parte de los países en los que los precios mantuvieron su moderación, mientras que fue pronunciado en países en los que dichos precios aumentaron con rapidez (véase gráfico 15). En algunos países de la zona del euro, la evolución del precio de la vivienda y de su financiación también puede haber contribuido a sustentar el consumo. El encarecimiento de la vivienda generó mayores necesidades de financiación, pero también puede haber facilitado el acceso al crédito de los hogares al incre-

### Gráfico 15 Evolución del mercado de la vivienda y préstamos en los países de la zona del euro

(crecimiento medio interanual entre 1998 y 2003; en porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de las IFM sobre préstamos y en datos nacionales disponibles sobre el precio de la vivienda.

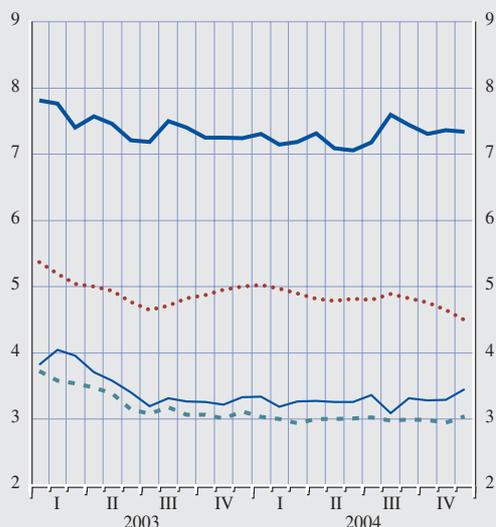
mentarse el volumen de activos de garantía disponibles. Al mismo tiempo, el pronunciado crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda puede haberse convertido, por sí mismo, en una causa de subidas del precio de la vivienda.

Uno de los factores en los que se sustentó el intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda fue el reducido coste de financiación de los préstamos hipotecarios, que en el 2004 volvió a disminuir desde los ya reducidos niveles de años anteriores. Esto aumentó la capacidad financiera de los hogares para adquirir una vivienda. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años descendió 52 puntos básicos durante el año, y en diciembre del 2004 se situó en el 4,49% (véase gráfico 16), reflejando la evolución de los tipos de interés de mercado de la deuda pública a medio plazo similares. Asimismo, parece que la disponibilidad general de financiación a los hogares mejoró en el 2004. De hecho, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema señalan que las entidades de crédito relajaron en cierta medida los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda en los tres últimos trimestres del 2004.

### Gráfico 16 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a hogares y a las sociedades no financieras

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones; excluidos los descubiertos en cuenta)<sup>1)</sup>

- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año
- ..... Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- - - Préstamos a sociedades no financieras de más de un millón de euros sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año
- Préstamos a sociedades no financieras de más de un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también se fortaleció en el 2004, aunque partió de un nivel más moderado, y con un retardo si se compara con la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda.

Este fortalecimiento podría ser consecuencia de la mejora gradual del indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, en un contexto de tipos de interés del crédito al consumo a los hogares relativamente reducidos.

### Gráfico 17 Deuda en relación con el PIB y crecimiento de los préstamos a hogares

(deuda en relación con el PIB y crecimiento interanual en porcentaje; contribución a la tasa de crecimiento interanual en puntos porcentuales)

- Tasa de crecimiento interanual de los préstamos (escala derecha)
- Contribución de los préstamos para adquisición de vivienda (escala derecha)
- Contribución del crédito al consumo (escala derecha)
- Contribución del crédito para otras finalidades (escala derecha)
- ..... Deuda en relación con el PIB (escala izquierda)



Fuente: BCE.

Nota: Si se consideran las cuentas financieras trimestrales, la deuda en relación con el PIB es ligeramente inferior a la de las cuentas financieras anuales, debido, fundamentalmente, a que no están incluidos los préstamos concedidos por los sectores no financieros y por las entidades de crédito no residentes en la zona del euro.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema también indican que la disponibilidad del crédito al consumo y la del crédito para otras finalidades mejoraron a medida que se relajaron los criterios de concesión de los préstamos durante el 2004.

### AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

El mayor endeudamiento de los hogares se tradujo en un aumento la deuda en relación con el PIB (véase gráfico 17), debido, en parte, a que tras la adopción de la moneda única, algunos países de la zona del euro se encaminaron hacia un entorno de estabilidad de precios y de tipos de interés más bajos. Ciertamente, la carga de la deuda (pagos por intereses y pago del principal en relación con la renta disponible) se mantuvo bastante reducida como consecuencia de los bajos tipos de interés. La deuda de los hogares de la zona del euro en relación con el PIB también se mantuvo reducida en comparación con

el Reino Unido y Estados Unidos. No obstante, este incremento de la deuda no está exento de riesgos, ya que aumentó la exposición de los hogares a variaciones en los tipos de interés, en la renta y en el precio de los activos. El riesgo de mayor sensibilidad se aplica, por ejemplo, a los hogares que, con unos tipos de interés históricamente bajos, han financiado sus hipotecas a un tipo de interés variable con pagos iniciales de intereses reducidos. Las estimaciones de esta sensibilidad están sujetas a una considerable incertidumbre porque, por ejemplo, la proporción de la deuda hipotecaria existente expuesta a cambios en los tipos de interés vigentes depende de las características de los contratos hipotecarios. Estas características están vinculadas a la estructura de los mercados hipotecarios nacionales, a costumbres culturales y a factores históricos, así como a aspectos regulatorios y fiscales, que varían considerablemente de un país a otro de la zona del euro<sup>4</sup>.

### BAJO COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvieron muy favorables en el 2004, como se reflejó en los tipos de interés del mercado de renta fija privada y en los aplicados por las entidades de crédito a los préstamos. Las empresas se beneficiaron de los reducidos costes de la financiación mediante deuda y de un acceso, en general sin limitaciones, a las fuentes de financiación.

En cuanto a la financiación a través de valores, el rendimiento de los bonos emitidos por las sociedades no financieras registró niveles históricamente bajos tanto en términos nominales como reales (véase gráfico 18). Al mismo tiempo, aunque el rendimiento real por dividendo (que puede considerarse un indicador del coste real de la financiación mediante acciones) permaneció en un nivel ligeramente superior a su media desde mediados de la década de los noventa, descendió desde el máximo observado en el 2003.

**Gráfico 18 Indicadores de los costes de financiación, basados en el mercado, de las sociedades no financieras**



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

1) El rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras depende un índice elaborado por Merrill Lynch que hace referencia a empresas con alta calificación crediticia (grado de inversión), así como de un índice de empresas con baja calificación (alta rentabilidad). Antes de abril de 1998 sólo se disponía de datos nacionales (Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Países Bajos). Los rendimientos se agregan utilizando las ponderaciones del PIB correspondientes a la paridad del poder adquisitivo en el 2001. El rendimiento nominal está deflactado por la inflación esperada con cuatro años de antelación (publicada por Consensus Economics Forecast). El rendimiento nominal está deflactado por la inflación media esperada (publicada por Consensus Economics Forecast) a lo largo de un período equivalente a la vida media de los valores de renta fija privada.

2) La rentabilidad por dividendo se define como el dividendo anual, anticipado por los participantes en el mercado, en porcentaje del precio de las acciones.

El reducido coste de la financiación mediante valores de renta fija es, en gran medida, consecuencia de los históricamente reducidos tipos de interés en todos los plazos, así como reflejo de la percepción de los inversores de perspectivas positivas en cuanto al riesgo de crédito de las empresas de la zona del euro. Los diferenciales entre los valores de renta fija privada y la deuda pública, sobre todo los de calificación AA y BBB, volvieron a disminuir en el 2004 desde niveles ya bajos. La reducción de los diferenciales puede ser atribuible a factores fundamentales como el pronunciado descenso de la

4 Para conocer más detalles, véase el recuadro titulado «Características de los contratos hipotecarios en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2004.

volatilidad en los mercados financieros (véase el recuadro 3, titulado, «Tendencias comunes en la volatilidad implícita en los mercados financieros») y la mejora de los beneficios empresariales. Al mismo tiempo, en un contexto de bajos tipos de interés, no se puede descartar la posibilidad de que una amplia búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores continuara influyendo en la caída de la rentabilidad empresarial.

En cuanto a los costes de financiación asociados a los préstamos de las IFM (que son la principal fuente de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras), los tipos de interés aplicados por estas instituciones se mantuvieron, en general, estables en el 2004 (véase gráfico 16), tras los descensos registrados en el 2002 y en el 2003, y, en general, permanecieron en niveles muy bajos.

También es posible que el acceso de las empresas al crédito bancario en el 2004 haya sido más fácil. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el Eurosistema indican que se produjo una reducción gradual del endurecimiento, en términos netos, de los criterios de aprobación del crédito a empresas durante el primer semestre del 2004, mientras que en el segundo semestre se observó cierta relajación, en términos netos, de estos criterios. Al mismo tiempo, se constataron algunas diferencias entre las grandes empresas y las pequeñas y medianas empresas en lo que respecta a los costes de financiación (véase el recuadro 4, titulado «¿Fueron menos favorables las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas que las de las grandes empresas de la zona del euro en el 2004?»).

#### Recuadro 4

##### **¿FUERON MENOS FAVORABLES LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS QUE LAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2004?**

En general, es posible que las pequeñas y medianas empresas (PYMES) estén sujetas a mayores limitaciones que las grandes empresas en lo que respecta a los costes de financiación y al acceso a la financiación externa. A diferencia de las empresas de mayor tamaño, normalmente las PYMES no pueden captar financiación en los mercados de capitales y, por consiguiente, han de recurrir principalmente al crédito bancario o a otras fuentes de financiación externa más caras (por ejemplo, el crédito comercial, el arrendamiento financiero, el factoring, etc.). Además, cabría esperar que, en promedio, las empresas más pequeñas acusen más los problemas relacionados con la falta de información de los posibles acreedores al tratar de obtener financiación porque, con frecuencia, son de creación más reciente y tienen unas exigencias de información menos rigurosas (es decir, presentan estados contables menos detallados, etc.). Por otra parte, las PYMES suelen tener menos activos de garantía (esto es, activo fijo) que ofrecer que las empresas más grandes y de mayor arraigo, lo que podría reducir los problemas que conlleva el disponer de información inadecuada. En consecuencia, es posible que, con frecuencia, las entidades de crédito apliquen criterios de concesión más rigurosos a los préstamos a las empresas pequeñas y de creación más reciente porque suelen disponer de menos información sobre estas empresas.

Además, a menudo las PYMES afrontan mayores costes de financiación (por ejemplo, en términos de tipos de interés bancarios) que las empresas más grandes. El hecho de que a los préstamos de menor cuantía se les apliquen tipos de interés relativamente más elevados puede ser atribuible a diversos factores. Por ejemplo, puede haber costes fijos que no sean proporcionales al importe del préstamo. Las pequeñas empresas también pueden entrañar más riesgos que

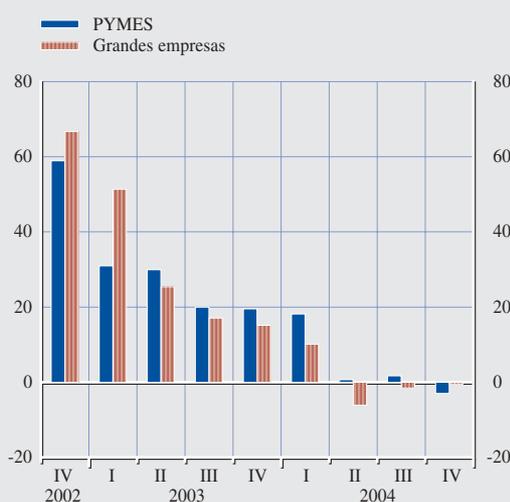
las empresas más grandes y de mayor arraigo (aunque los efectos de la diversificación para las entidades de crédito pueden ser incluso mayores en lo que respecta a los préstamos a las PYMES). Además, puede haber falta de competencia entre los prestamistas a las PYMES, que pueden así «retener» mejor a sus prestatarios de pequeño tamaño, aumentando con ello los costes de cambio de entidad de crédito de estos prestatarios. Por otra parte, debido a los mayores costes y al acceso relativamente limitado a la financiación externa, tradicionalmente las PYMES han recurrido más a la financiación interna manteniendo, en promedio, más activos líquidos en sus balances. Dado que mantener estos activos resulta costoso, ello puede constituir una carga adicional para las pequeñas empresas<sup>1</sup>.

En este contexto, recientemente se ha prestado más atención a las condiciones de financiación de las PYMES de la zona del euro. La encuesta sobre préstamos bancarios que realiza el Euro-sistema cuatro veces al año proporciona información cualitativa sobre las condiciones de financiación de las PYMES y las grandes empresas. En particular, la encuesta informa acerca de los cambios en los criterios de aprobación de préstamos concedidos a las grandes empresas y a las PYMES (véase gráfico A). Desde el cuarto trimestre del 2002, los criterios de concesión de los préstamos a las PYMES y a las grandes empresas han seguido un patrón muy similar, observándose una disminución gradual del endurecimiento neto de los citados criterios. Los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a grandes empresas han tendido, en promedio, a ser algo menos rigurosos, e incluso se han relajado (en términos netos) desde el segundo trimestre del 2004. En el último trimestre del 2004, el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a las PYMES registró un descenso comparativamente mayor y dichos criterios se relajaron por primera vez desde que se comenzó a realizar la encuesta sobre préstamos bancarios.

La introducción de las nuevas estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM (a partir de enero del 2003) permite comparar los tipos aplicados a los préstamos de distinta cuantía (por importe inferior o superior a un millón de euros)<sup>2</sup>. Suponiendo que los préstamos por importe superior a un millón de euros se conceden más a menudo a las grandes empresas, una comparación de los tipos de interés aplicados a los préstamos de diferente cuantía puede proporcionar información acerca de los costes de financiación de las PYMES en comparación con los de las grandes empresas. Naturalmente, se trata de una distinción aproximada. En el período comprendido entre enero del 2003 y diciembre del 2004, los tipos

**Gráfico A Variaciones en los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a las sociedades no financieras**

(en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

1 Para conocer más detalles sobre la financiación de las PYMES en Europa, véase «Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises», EIB Papers, vol. 8, n.º 2, 2003, y «SMEs and access to finance», Comisión Europea, Observatorio de PYMES europeas, 2003, n.º 2.

2 Véase el recuadro 13, titulado «Integración financiera del mercado de crédito de la zona del euro», en el presente Informe Anual.

de interés aplicados por las IFM a los préstamos de menor cuantía (medidos por los tipos aplicados por estas instituciones a los préstamos a las sociedades no financieras por importe inferior o igual a un millón de euros) fueron algo más elevados (entre 0,4 y 1,8 puntos porcentuales) que los tipos de interés aplicados a los préstamos por un importe más elevado (medidos por los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros) (véase gráfico B). En general, en el período transcurrido desde enero del 2003, los diferenciales entre los préstamos de menor cuantía y los de mayor cuantía sólo se han modificado ligeramente. Si se analiza con más detalle la evolución reciente, en el 2004 el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos de menor cuantía y los de mayor cuantía con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, así como con los de los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años, descendió levemente (10 y 15 puntos básicos, respectivamente), mientras que el diferencial con los préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año apenas varió.

Resulta difícil extraer conclusiones sólidas a partir de la evidencia disponible. Aunque el coste de financiación de las PYMES se mantuvo relativamente elevado en comparación con el de las grandes empresas, su evolución en el 2004 fue similar, en general, para las pequeñas y las grandes empresas. Al mismo tiempo, cierta evidencia apunta a que el acceso de las PYMES a la financiación mejoró considerablemente en el citado período.

**Gráfico B Diferenciales de tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de menor y mayor cuantía concedidos a las sociedades no financieras <sup>1),2)</sup>**

(en puntos porcentuales; nuevas operaciones de préstamos)



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

2) Los préstamos de menor cuantía son préstamos por importe inferior o igual a un millón de euros, y los de mayor cuantía por importe superior a un millón de euros.

## RECURSO LIMITADO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA EN EL 2004

A pesar de que las condiciones de financiación se mantuvieron favorables en el 2004, el acceso de las sociedades no financieras a la financiación externa fue limitado. La tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda se situó en el 4,8% al final del 2004, ligeramente por encima de la del final del 2003 (4,5%). No obstante, en el segundo semestre del 2004 se recuperó moderadamente, principalmente como consecuencia del aumento de la

financiación mediante préstamos (véase gráfico 19). Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se elevó hasta el 5,4% del final del 2004, desde el 3,5% del final del 2003. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras en el 2004 fue considerablemente inferior a la del año anterior y descendió desde el 10,5% del final del 2003 hasta el 2,4% del final del 2004.

**Gráfico 19 Contribución a la tasa de crecimiento interanual de la deuda de las sociedades no financieras**

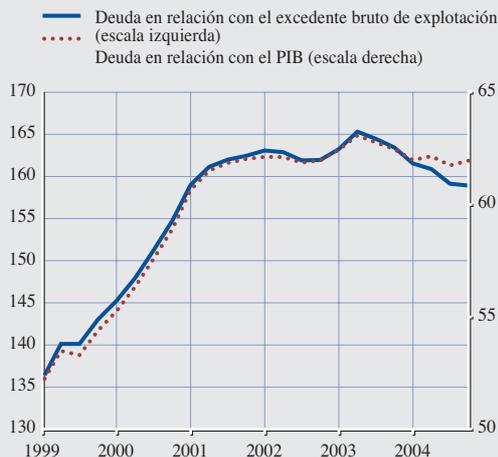
(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 20 Indicadores del balance de las sociedades no financieras**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los datos correspondientes al cuarto trimestre del 2004 se han estimado a partir de las operaciones comunicadas para las estadísticas monetarias y bancarias y para las estadísticas de emisiones de valores. Los ratios de deuda obtenidos de las cuentas financieras trimestrales son ligeramente inferiores a los procedentes de las cuentas financieras anuales, debido, fundamentalmente, a que no están incluidos los préstamos concedidos por los sectores no financieros y por las entidades de crédito no residentes en la zona del euro.

El hecho de que, en general, los flujos de financiación mediante deuda se mantuvieran relativamente moderados puede estar relacionado con varios factores. En primer lugar, las mejoras registradas en los beneficios empresariales, al menos para las principales empresas del índice Dow Jones EURO STOXX (véase gráfico 14), que favorecieron el ahorro interno, puede haber aumentado los incentivos de las empresas para reducir el total de su deuda. En segundo lugar, el relativamente lento crecimiento de la financiación mediante deuda también podría obedecer al carácter gradual de la actual recuperación económica. A este respecto, parece que las empresas adoptaron una actitud precavida consistente en esperar y ver en cuanto a la financiación de importantes inversiones de capital adicionales.

En el 2004 también se observó una desaceleración de la financiación indirecta de las sociedades no financieras a través de empresas del sector de instituciones financieras no monetarias, que incluye a las filiales financieras de las sociedades no financieras, a entidades de pro-

pósito especial y a otras empresas que captan fondos en nombre de las entidades de crédito.

La tasa de crecimiento interanual de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias descendió desde el 22,3% del final del 2003 hasta el 13,2% del final del 2004, aunque mantuvo su intensidad en comparación con la actividad emisora de los otros sectores.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras de la zona del euro se situaba en el 0,9% al final del 2004, prácticamente sin variaciones con respecto al muy reducido nivel observado en los dos años precedentes. El limitado recurso a la financiación mediante acciones es consecuencia de la relativamente reducida demanda de financiación externa y del muy bajo coste de otras fuentes de financiación. La reducida emisión neta de acciones cotizadas también es un reflejo, en cierta medida, de una serie de circunstancias de carácter más estruc-

tural, como la exclusión de la cotización de algunos valores y las operaciones de recompra, que principalmente llevan a cabo empresas que han generado efectivo suficiente para reinvertirlo en sus negocios y recomprar sus acciones.

Las favorables condiciones de financiación conllevaron cierta mejora de la situación patrimonial de las empresas en el 2004 (véase gráfico 20). Desde una perspectiva histórica, las ratios de deuda de las empresas se mantuvieron en un nivel bastante elevado. No obstante, como consecuencia del descenso general de los tipos de interés aplicados por las IFM, estas ratios no se han traducido en una carga de la deuda considerablemente más elevada para las sociedades no financieras en los últimos años.

### 2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La tasa media de inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se situó en el 2,1% en el 2004, sin cambios con respecto a la registrada en el año anterior (véase cuadro 1). Los principales factores que ejercieron presiones al alza sobre los precios fueron el alza de los precios del petróleo y nuevos aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Estas presiones se vieron contrarrestadas por una nueva apreciación del euro, la

moderación de la demanda y el acusado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados. Con todo, pese a la marcada incidencia al alza de los precios del petróleo sobre los precios de consumo de la zona del euro, se observaron escasos indicios de crecimiento de las presiones inflacionistas subyacentes en la economía de la zona. Los precios industriales se elevaron a una tasa media interanual del 2,3% en el 2004, frente al 1,4% registrado en el 2003, como consecuencia, en gran medida, del incremento de los precios de la energía y de los bienes intermedios. Sin embargo, no se apreciaron indicios significativos de transmisión de este aumento a los precios en las fases finales de la cadena de producción. Asimismo, se mantuvo la contención salarial en el 2004, en un contexto de moderado crecimiento y de limitadas presiones en los mercados de trabajo.

En enero del 2005, la inflación medida por el IAPC general descendió 0,5 puntos porcentuales en relación con el mes de diciembre del 2004, situándose en el 1,9%. Este descenso se produjo de forma generalizada en todos los componentes de la inflación medida por el IAPC y fue debido, en parte, a efectos de base, además de ser reflejo de influencias favorables adicionales derivadas de la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de la ener-

**Cuadro 1 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 Dic.	2005 Ene.
<b>IAPC y sus componentes</b>										
Índice general	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energía	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Alimentos elaborados	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Alimentos no elaborados	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Servicios	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>										
Precios industriales <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Precios del petróleo (euro/barril) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Precios de las materias primas <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

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

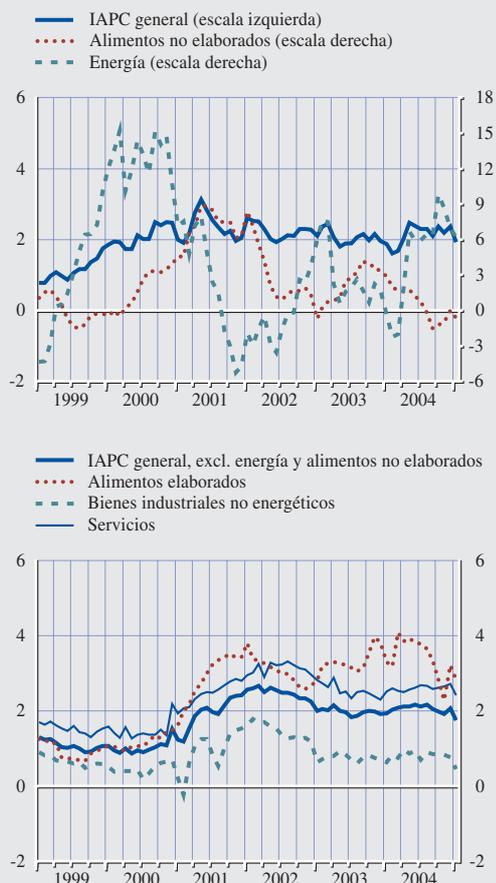
1) Excluida la construcción.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Excluida la energía. En euros.

**Gráfico 21 Principales componentes del IAPC**

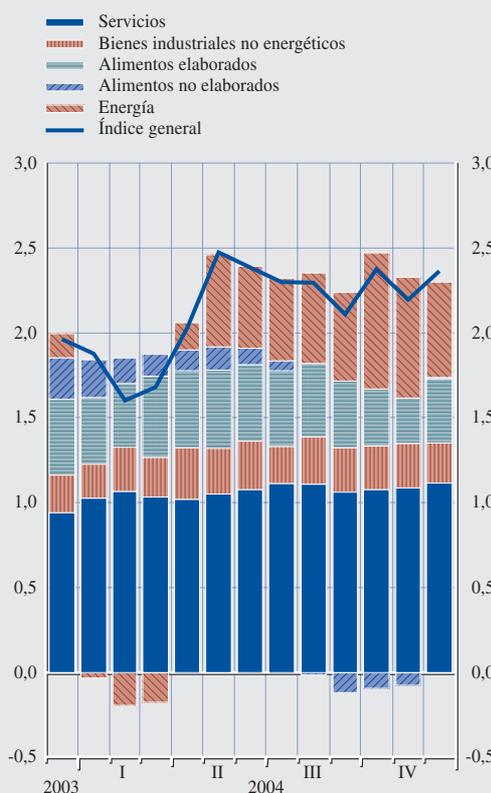
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 22 Contribuciones al IAPC, por componentes**

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las contribuciones no coinciden exactamente con el índice general, debido al redondeo.

gía, de la caída de los precios de los alimentos no elaborados y de mayores descuentos en las rebajas estacionales de algunos países de la zona del euro.

### LOS COMPONENTES MÁS VOLÁTILES INFLUYERON EN LA INFLACIÓN

La inflación registrada en el 2004 fue determinada, en gran parte, por la evolución de los componentes más volátiles del IAPC, de forma más especial por el comportamiento de los precios de la energía y, en menor medida, por el de los precios de los alimentos no elaborados (véase gráfico 21).

Los precios del petróleo subieron más de lo previsto en el 2004. En diciembre, el precio medio en euros de un barril de Brent fue un 25% superior a su nivel medio en diciembre del 2003 (para más detalles sobre el impacto de los precios del petróleo sobre la economía de la zona del euro, véase el recuadro 5). Esta subida generó importantes presiones directas al alza sobre los precios de consumo de la energía de la zona del euro, que se elevaron, en promedio, un 4,5% en el 2004, frente al 3% observado en el 2003. Su contribución de 0,4 puntos porcentuales a la tasa media de inflación interanual del 2004 fue la más alta en cuatro años (véase gráfico 22).

Tras descender hasta situarse en torno al 1,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2004, como consecuencia de pronunciados efectos de base en el componente energético del IAPC, la inflación empezó a subir en línea con el aumento imprevisto de los precios de la energía, alcanzando un valor máximo del 2,5% en mayo. Estas presiones al alza compensaron, en gran medida, el efecto moderador de los precios de los alimentos no elaborados, cuya tasa media de variación interanual disminuyó del 2,1% registrado en el 2003 al 0,6% observado en el 2004. En el verano y otoño, los precios de los alimentos no elaborados, frenados por unas condiciones meteorológicas favorables, tuvieron una influencia moderadora sobre la evolución del IAPC general. Sin embargo, la inflación medida por el IAPC se mantuvo ligeramente por encima del 2% hasta el final del año.

También surgieron otras fuentes de presiones inflacionistas externas en el 2004. En particular, en el primer semestre del año los precios de las materias primas distintas del petróleo experimentaron un fuerte aumento, que se moderó posteriormente. Sin embargo, la significativa apreciación del euro compensó, en parte, el impacto inflacionista de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo.

Los demás componentes menos volátiles del IAPC contribuyeron a cierta persistencia de la

inflación en el 2004, como resultado, básicamente, de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Al igual que en el 2003, varios países de la zona del euro volvieron a elevar los impuestos sobre el tabaco, lo que contribuyó a generar acentuadas presiones al alza sobre los precios de los alimentos elaborados. En consecuencia, los precios de los alimentos elaborados subieron, en promedio, un 3,4% en el 2004, frente al 3,3% observado en el 2003. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% en el 2004, sin cambios con respecto al 2003, y no se redujo, debido al aumento de los precios administrados, especialmente de los aplicados a los bienes relacionados con la atención sanitaria y a los productos farmacéuticos. De forma similar, las medidas oficiales adoptadas en relación con los precios administrados de la sanidad impulsaron un acusado incremento de los precios de los servicios médicos, odontológicos y hospitalarios, origen, a su vez, del crecimiento del índice general de precios de los servicios, desde el 2,5% registrado en el 2003 hasta el 2,6% alcanzado en el 2004. La incidencia al alza de los precios energéticos sobre los costes del transporte contribuyó también, aunque en menor medida, a la elevación de los precios de los servicios en su conjunto. En el recuadro 5 se analiza el impacto de los precios del petróleo sobre la economía de la zona del euro.

#### Recuadro 5

##### PRECIOS DEL PETRÓLEO Y ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se describe la evolución de los precios del petróleo en el 2004 y su efecto sobre la economía de la zona del euro. En primer lugar, se analiza desde una perspectiva histórica el aumento de los precios del petróleo registrado en el 2004. En segundo lugar, se examinan los canales a través de los cuales estos precios repercuten en la inflación y en el crecimiento del producto de la zona del euro. Por último, se intenta cuantificar el impacto del incremento de los precios del petróleo, aunque se advierte que puede que algunos efectos no hayan quedado reflejados en los modelos utilizados.

##### Evolución de los precios del petróleo desde una perspectiva a largo plazo

En el 2004, los precios del petróleo en dólares crecieron hasta máximos históricos en términos nominales. Sin embargo, existen diferencias básicas entre este aumento y las anteriores per-

turbaciones de los precios del petróleo. En primer lugar, la subida del 2004 fue sensiblemente inferior a las registradas en otras importantes perturbaciones (véase cuadro). En promedio, en el 2004 el precio del Brent superó en un 33% el nivel observado en el 2003. No obstante, como resultado de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, en el 2004

### Incrementos de los precios del Brent en períodos concretos

(tasa de variación de la media anual)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
En dólares	204	125	60	33
En euros	210	110	84	20

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

los precios del petróleo en euros crecieron un 20%. En segundo lugar, si se tiene en cuenta la inflación, es decir, en términos reales, en el 2004 los precios del petróleo fueron marcadamente inferiores a los alcanzados en anteriores períodos de precios altos (véase gráfico A). En tercer lugar, los factores determinantes del incremento de los precios del 2004 fueron distintos de los que intervinieron en anteriores perturbaciones. En contraste con las subidas experimentadas por los precios del petróleo en los años 1973, 1979, 1990 y 1999, que fueron consecuencia, principalmente, de considerables perturbaciones en el suministro de esta materia prima, varios factores influyeron en los precios del petróleo en el 2004. Entre estos factores, pueden señalarse una fuerte demanda de petróleo que superó las previsiones, la cada vez más reducida capacidad productiva sin utilizar y la preocupación por la seguridad de los suministros procedentes de varios países productores de petróleo.

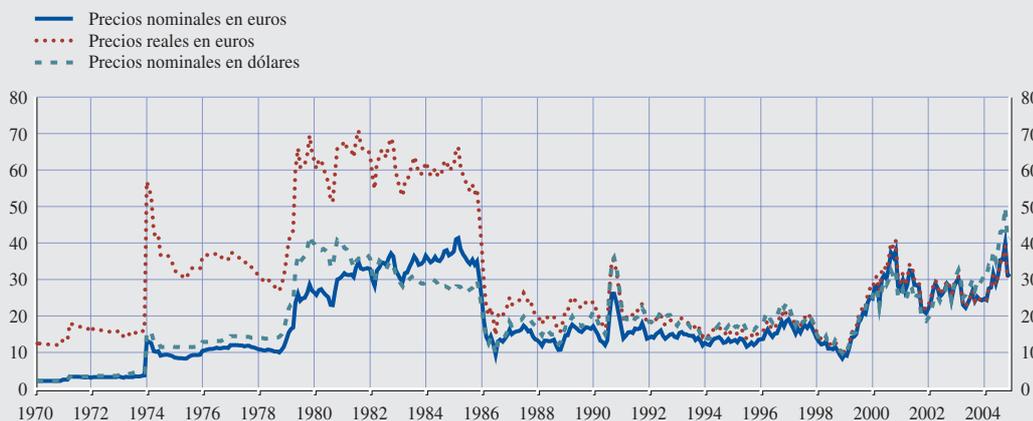
### Transmisión de las variaciones de precios del petróleo a la inflación de la zona del euro

Por lo que respecta al impacto del aumento de los precios del petróleo sobre los precios de la zona del euro, conviene distinguir entre efectos directos, indirectos y secundarios<sup>1</sup>. En primer lugar, los efectos directos se refieren a la incidencia de una variación del precio del petróleo

<sup>1</sup> Véase también el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2004 y el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro» en el Boletín de julio del mismo año.

### Gráfico A Precios del Brent

(barril)

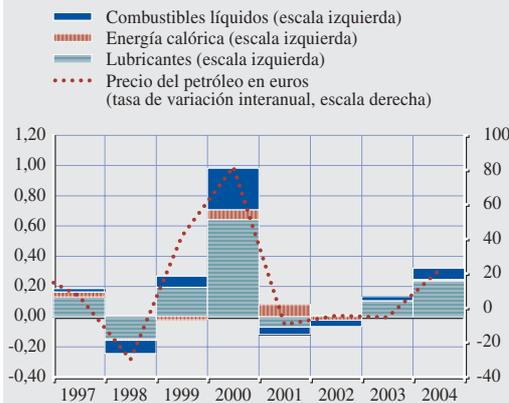


Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Nota: Los precios reales del petróleo permiten comparar el impacto de la evolución de los precios del petróleo sobre el poder adquisitivo a lo largo del tiempo. Para calcularlos se deflactan los precios nominales del petróleo, utilizando el IAPC de la zona del euro con base en diciembre del 2004. Los datos de precios anteriores a 1990 corresponden al IPC nacional de los países de la zona del euro.

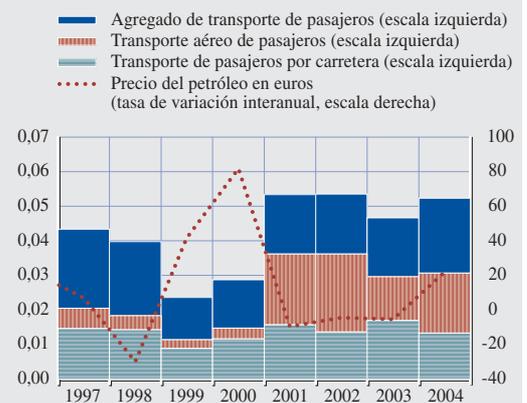
### Gráfico B Precios del petróleo y contribución de los componentes energéticos a la inflación medida por el IAPC

(contribución en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



### Gráfico C Precios del petróleo y contribución de los componentes de transporte a la inflación medida por el IAPC

(contribución en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



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

sobre el IAPC general a través de su repercusión inmediata sobre los precios de consumo de la energía. El componente energético constituye el 8% del IAPC general y presenta una fuerte correlación con los precios del petróleo en euros. El gráfico B muestra la contribución de las principales partidas petrolíferas del componente energético a la tasa de inflación interanual medida por el IAPC general, así como la evolución de los precios del petróleo. De este gráfico se desprende que el efecto directo se materializa en un plazo de un año a partir de la subida del precio del petróleo.

En segundo lugar, los efectos indirectos se refieren a que, además de tener efectos directos, una perturbación de los precios del petróleo puede repercutir en los precios de otros bienes y servicios a través del incremento de los costes de los bienes intermedios energéticos. Ello puede provocar una elevación más generalizada de los precios, aunque dependerá también de la medida en que los márgenes pueden absorber costes más altos. A título ilustrativo, el gráfico C muestra el efecto indirecto que se produce a través de los componentes de servicios de transporte del IAPC. La contribución de estos componentes a la inflación medida por el IAPC general tiende a aumentar con cierto retraso respecto al alza de los precios del petróleo. Sin embargo, cabe observar que otros factores influyen también en estos componentes, mientras que otros componentes del IAPC se ven también afectados indirectamente por variaciones en los precios del petróleo.

Por último, los efectos secundarios se refieren a la posibilidad de que, además de los citados efectos directos e indirectos, una perturbación de los precios del petróleo pueda tener un impacto adicional sobre la inflación, dado que puede originar mayores demandas salariales para compensar el descenso de la renta disponible. Estos efectos secundarios tienden a producirse con un cierto desfase. Normalmente, a parte de las expectativas de persistencia de la perturbación, la existencia de efectos secundarios depende de si el contexto económico, especialmente la situación del mercado de trabajo, fomenta mayores demandas salariales. En el 2004, los efectos secundarios relacionados con la perturbación de los precios del petróleo fueron moderados, debido a la posición cíclica de la economía de la zona del euro y a la situación del mercado de trabajo. La menor indiciación salarial observada, en comparación con la registrada en los años

setenta y ochenta, puede haber contribuido también a reducir la influencia de la inflación en el proceso de formación de los salarios.

### **Transmisión de las variaciones de precios del petróleo al crecimiento del producto de la zona del euro**

Existen básicamente dos canales a través de los cuales las perturbaciones de los precios del petróleo afectan a la economía real. En primer lugar, por el lado de la oferta, debido a que el petróleo es un importante factor de producción. Un aumento del precio del petróleo origina, especialmente a corto plazo, un incremento de los costes de producción, ya que existen limitadas fuentes alternativas de energía. El nivel de producción puede descender como resultado de una elevación del precio del petróleo, lo que puede suponer también una menor demanda de otros factores de producción, como el trabajo. En segundo lugar, por el lado la demanda, dado que el alza del precio del petróleo implica un deterioro de la relación de intercambio de las economías importadoras netas de petróleo, como la zona del euro. El resultante descenso de la renta disponible se traduce en una menor demanda interna, en la medida en que no se ve compensado por una disminución del ahorro o un aumento de la demanda de crédito. Existen otros canales, más difíciles de medir, por los que se transmiten los efectos de una perturbación de los precios del petróleo a través, por ejemplo, de la confianza o de los mercados de valores.

### **Cuantificación del impacto de la subida de los precios del petróleo basada en modelos**

El impacto del aumento de los precios del petróleo observado en el último año sobre la inflación y el crecimiento del PIB real de la zona del euro se puede aproximar utilizando distintos modelos. Por lo general, estas estimaciones sugieren que un incremento del 20% de los precios del petróleo eleva la inflación de la zona del euro alrededor de 0,2 puntos porcentuales en el primer año, con un impacto adicional previsto del orden de 0,1 puntos porcentuales en los dos años siguientes. Por otra parte, el impacto estimado sobre el crecimiento del PIB real sería de -0,1 a -0,3 puntos porcentuales en el primer año, y se observaría un efecto poco significativo en el segundo y en el tercer año<sup>2</sup>.

Sin embargo, los resultados de la simulación no deben considerarse al pie de la letra. Por un lado, han de tenerse claramente en cuenta varios factores, como la posible falta de relación lineal y la existencia de asimetrías, y el hecho de que los modelos no incluyen todos los posibles canales de transmisión. Por otro lado, cabe observar que, desde un punto de vista estructural, varios factores sugieren que la economía de la zona del euro ha ido mostrando una mayor resistencia a las perturbaciones de los precios del petróleo en los últimos años, siendo así que las simulaciones de los modelos podrían sobrevalorar el impacto. En primer lugar, en comparación con los años setenta, la intensidad de producción de petróleo y el consumo de petróleo en relación con el consumo total de energía han caído sustancialmente en la zona del euro. Además, los mercados de trabajo y de productos parecen haberse flexibilizado, permitiendo una redistribución más fluida y rápida de los recursos, lo que debería reducir el impacto de una perturbación de los precios del petróleo sobre la economía. Asimismo, la credibilidad y la respuesta de la política monetaria desempeñan un papel importante en la determinación del impacto del alza de los precios del petróleo sobre la economía de la zona del euro, por lo que la cuantificación del efecto es incierta.

<sup>2</sup> Para más información, véase también el artículo mencionado en la nota 1.

Sin embargo, para que la economía de la zona del euro pueda adaptarse con mayor facilidad y prontitud a perturbaciones futuras, serán necesarias nuevas reformas estructurales. En particular, una mayor competencia efectiva en el sector energético de la zona del euro sería altamente beneficiosa, ya que permitiría la absorción de los aumentos de precios del petróleo sin distorsiones significativas. A estos efectos, no es aconsejable compensar las subidas de precios del petróleo con medidas fiscales, como los recortes impositivos, dado que con ello se acentuarían las distorsiones existentes en la distribución de los recursos, impidiendo la adaptación de los agentes económicos a estas perturbaciones externas.

### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

En el 2004, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en la medición del IAPC, siguieron experimentando un fuerte crecimiento, que se tradujo en un incremento del 6,9% en el primer semestre del año, en comparación con el mismo período del 2003. Esta cifra oculta evoluciones divergentes en los distintos países de la zona del euro, con aumentos de dos dígitos en España, Irlanda, Francia e Italia, y un ligero descenso en

Alemania. Los datos disponibles para el segundo semestre del 2004 sugieren que los precios continuaron subiendo de forma significativa, con lo que el 2004 sería el cuarto año consecutivo con una elevación de los precios de los inmuebles residenciales del orden del 6%-7% (véase gráfico 23). Sin embargo, este período de continuas y acusadas subidas de los precios fue precedido por un período de aumentos relativamente modestos (de menos del 3%) a mediados de la década de los noventa.

**Gráfico 23 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; datos anuales)



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

Nota: Los datos relativos al 2004 se refieren al primer semestre del año.

**Gráfico 24 Detalle de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

## INCREMENTO DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN LAS PRIMERAS FASES DE LA CADENA DE PRODUCCIÓN

La tasa de crecimiento interanual del índice general de precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se elevó de forma constante a lo largo del 2004 (véase gráfico 24). El aumento, que cobró impulso en el segundo trimestre y fue motivado, fundamentalmente, por el comportamiento de los precios de la energía y de los bienes intermedios, se produjo en línea con el incremento de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo, que generó presiones sobre los precios de los bienes intermedios en las primeras fases de la cadena de producción. En promedio, los precios de los bienes intermedios subieron un 3,5% en el 2004, en comparación con el 0,8% registrado en el 2003.

Sin embargo, no se apreciaron indicios significativos de presiones sobre los precios en las fases finales de la cadena de producción. En promedio, los precios industriales de los bienes de consumo crecieron un 1,3%, manteniéndose por debajo de su media histórica pero por encima del incremento medio del 1,1% observado en el 2003. Una parte importante del aumento de los precios industriales de los bienes de consumo registrado entre el 2003 y 2004 fue resultado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco. De una forma más general, dado que las presiones al alza se transmiten de los precios de los bienes intermedios a la cadena de producción con cierto retraso, el efecto retardado del incremento de los precios de las materias primas, que ya se observó en las primeras

**Gráfico 25 Remuneración por asalariado, por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

fases de producción, sobre los precios industriales de los bienes de consumo sólo puede haber empezado a cobrar vigor a comienzos del 2005. Sin embargo, la moderación de la demanda puede impedir que las empresas trasladan las subidas de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

## EVOLUCIÓN MODERADA DE LOS COSTES LABORALES EN EL 2004

Los indicadores de costes laborales de la zona del euro siguieron descendiendo en el 2004, en comparación con los últimos años (véase cuadro 2). El crecimiento de la remuneración por asalariado disminuyó en el primer semestre del 2004, registrándose una tasa media de creci-

**Cuadro 2 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Salarios negociados	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Costes laborales totales por hora	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Coste laboral bruto mensual	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Remuneración por asalariado	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Productividad del trabajo	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Costes laborales unitarios	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

miento interanual del 2,2%, frente al 2,4% del año anterior. Este descenso fue generalizado en los principales sectores de la economía (véase gráfico 25), aunque ligeramente más acentuado en los servicios de mercado. Los datos disponibles sobre la remuneración por asalariado en el segundo semestre del 2004 apuntan a una moderación adicional del crecimiento salarial, lo que se desprende también de otros indicadores de costes laborales. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,2% en el 2004, frente al 2,4% observado en el 2003. Los acuerdos salariales de los que se tiene conocimiento, firmados hasta finales del 2004 en varios países de la zona del euro, no sugieren la aparición de efectos secundarios derivados del alza de los precios del petróleo. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo también gradualmente a lo largo del 2004, hasta alcanzar una media muy inferior a la del 2003. Con la contención del crecimiento del PIB real y unas limitadas presiones en los mercados de trabajo de la zona del

euro, la evolución salarial permaneció moderada en el 2004.

El moderado crecimiento de los salarios, unido a un repunte de las tasas de crecimiento de la productividad hasta una media del 1,4% en los tres primeros trimestre del 2004, tuvo como resultado un descenso significativo del crecimiento de los costes laborales unitarios, que se elevaron, en promedio, un 0,5% en el citado período, en comparación con el 2% registrado en el 2003.

## 2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA CONTINUÓ EN EL 2004

La recuperación de la actividad económica en la zona del euro, que se inició en el segundo semestre del 2003, continuó en el 2004. El crecimiento del PIB real en ese año, que fue del

**Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real**

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

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>									Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	
Producto interior bruto real	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	
<i>del cual:</i>														
Demanda interna	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	
Consumo privado	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5	
Consumo público	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2	
Formación bruta de capital fijo	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6	
Variación de existencias <sup>3), 4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1	
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2	
Exportaciones <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5	
Importaciones <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0	
Valor añadido bruto real														
<i>del cual:</i>														
Industria, excl. construcción	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6	
Construcción	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3	
Servicios de mercado <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Tasas de variación respecto al trimestre anterior.

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

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

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

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

1,8%, la tasa más alta registrada desde el 2000, estuvo, en general, en consonancia con las expectativas existentes a finales del 2003. La recuperación se vio impulsada por la fortaleza de las exportaciones, que en el 2004 se situaron un 5,6% por encima de la tasa observada en el 2003. La demanda interna, especialmente la inversión, también fue más elevada. No obstante, distintos acontecimientos que no habían sido anticipados plenamente impidieron que la recuperación se intensificara durante el año 2004. En concreto, el crecimiento intertrimestral fue mayor en el primer semestre del año que en el segundo. La evolución tanto de los precios del petróleo como de los tipos de cambio afectó al crecimiento, y sólo la mejora gradual del mercado de trabajo y el descenso de la confianza de los consumidores contribuyeron a la moderación del consumo privado.

Desde mediados del 2003 a mediados del 2004, la recuperación se vio favorecida fundamentalmente por el crecimiento de las exportaciones, mientras que la contribución de la demanda interna, excluida la variación de existencias, fue relativamente modesta (véase gráfico 26). La moderación del crecimiento intertrimestral en el segundo semestre del 2004 fue consecuencia, en gran medida, de una notable reducción de la contribución del sector exterior, que se vio compensada en parte únicamente por el aumento gradual de la demanda interna. Durante la recuperación, la aportación de la variación de existencias fue variable, aunque llegó a ser relativamente significativa en algunos trimestres. Salvo por la evolución de las existencias, estos resultados están en consonancia con las características observadas durante las recuperaciones registradas en la zona del euro en las últimas décadas.

Por lo que se refiere al ámbito interno, el crecimiento intertrimestral del consumo privado fue, en promedio, relativamente débil en el 2004, como consecuencia no sólo de la moderada evolución del mercado de trabajo, sino también de la continua incertidumbre existente en torno a la aplicación de las necesarias reformas estructurales (véase el recuadro 6 para más informa-

**Gráfico 26 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real**

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

ción sobre el avance de las reformas estructurales). Es probable que esto haya afectado a la confianza de los consumidores. La formación bruta de capital fijo se elevó considerablemente en el 2004, a pesar del impacto negativo del importante recorte observado en el ritmo de crecimiento de la inversión en construcción en Alemania, durante el primer semestre del año, y de las caídas de la inversión pública, en el segundo semestre.

## Recuadro 6

### AVANCE DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE TRABAJO Y DE PRODUCTOS DE LA UE

Las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos son esenciales para mejorar el potencial de crecimiento económico de Europa, facilitar el ajuste y aumentar la capacidad de resistencia frente a perturbaciones. Las medidas para elevar la tasa potencial de crecimiento económico son de gran importancia debido al efecto a la baja que probablemente tenga el envejecimiento de la población en la futura oferta de mano de obra. En marzo del 2000, el Consejo Europeo de Lisboa introdujo un ambicioso programa de reformas encaminado a convertir a la Unión Europea en la economía del conocimiento más competitiva y dinámica del mundo en el 2010. El informe presentado en noviembre del 2004 por el grupo de alto nivel presidido por Wim Kok<sup>1</sup> constituyó el punto de partida para la revisión intermedia de esta estrategia. En febrero del 2005, el informe de primavera elaborado por la Comisión Europea para el Consejo Europeo solicitó a los Estados miembros que asumieran como propia la Estrategia de Lisboa, que se simplificara y racionalizara y que se hiciese mayor hincapié en el crecimiento y el empleo. El Consejo Europeo finalizó la revisión intermedia de la Estrategia en marzo del 2005. En este recuadro se analizan brevemente los avances realizados en la puesta en práctica del programa de reformas de la UE en los últimos años, y sobre todo en el 2004.

La UE define las prioridades en diversos ámbitos de la política económica en las Orientaciones generales de política económica. Estas prioridades constituyen la base de las recomendaciones en esta materia para cada Estado miembro. En lo que se refiere a los mercados de trabajo, las Orientaciones para el período 2003-2005, junto con la actualización efectuada en el 2004 para incluir a los nuevos Estados miembros, subrayan la necesidad de: (i) mejorar el efecto incentivador conjunto de los impuestos y las prestaciones sociales sobre el empleo; (ii) garantizar políticas laborales eficientes y activas dirigidas a los grupos más desfavorecidos; (iii) promover una organización más flexible del trabajo y revisar la normativa en materia de contratación; (iv) facilitar la movilidad geográfica y funcional; y (v) garantizar que los sistemas de negociación colectiva permitan que los salarios reflejen la productividad.

En los últimos años, algunos países han acometido reformas en sus sistemas fiscales y de prestaciones sociales para reducir los costes laborales no salariales y fomentar la oferta de mano de obra. Los tipos impositivos del impuesto sobre la renta han descendido en los tramos impositivos bajo y medio y las cotizaciones sociales de empleados y empleadores se han reducido, sobre todo las de los trabajadores con una remuneración más baja. Además, se ha progresado en lo que respecta a aumentar la tasa de empleo de las personas en los márgenes del mercado de trabajo. Algunos Estados miembros han reforzado el papel de las agencias de trabajo temporal y suavizado la legislación de protección del empleo sobre contratos temporales. También se han registrado cambios en la normativa relativa a la jornada laboral para poder calcular de forma más flexible el máximo permitido de horas que se ha de trabajar en la UE, y el derecho a trabajar a tiempo parcial se ha ampliado en algunos países. Se dispone de cierta evidencia acerca de que las empresas tienen ahora más flexibilidad en el uso de los recursos humanos, como consecuencia de las reformas aplicadas en el pasado. Por ejemplo, la evidencia reciente sugiere que el ajuste

<sup>1</sup> Para más información, véase la sección 1.1 del capítulo 4.

de las horas trabajadas desempeñó un papel más importante en la desaceleración registrada en la zona del euro en el período 2001-2003 que en ciclos económicos anteriores<sup>2</sup>.

En el 2004, la mayoría de los Estados miembros de la UE emprendieron nuevas reformas en los mercados de trabajo, entre las que se incluían la continuación de la reforma del impuesto sobre la renta, la reestructuración de los sistemas de seguridad social y de prestaciones sociales y las políticas para aumentar la edad media de jubilación. Con todo, las reformas parecen ir a la zaga de lo anunciado por los Gobiernos. Los avances han sido limitados en lo que se refiere a atraer más personas al mercado de trabajo, invertir en capital humano e incrementar la capacidad de adaptación tanto de trabajadores como de empresas a las cambiantes condiciones macroeconómicas. Las medidas encaminadas a reducir el desempleo de larga duración a través de la formación y a elevar la productividad del trabajo mediante el desarrollo ocupacional y profesional y el aprendizaje continuo siguen siendo áreas prioritarias de la reforma. Además, es necesario acometer reformas adicionales para fomentar la movilidad laboral mediante la mejora de la transferibilidad de los derechos de jubilación y de asistencia sanitaria y la diferenciación salarial según diferencias locales, regionales y sectoriales en la productividad.

El programa de reformas estructurales para los mercados de productos abarca ámbitos muy diversos. Entre otras cosas, las Orientaciones generales de política económica urgen a los Estados miembros a favorecer la competencia en los mercados de bienes y servicios mediante: (i) la transposición más rápida de las directivas relativas al mercado interior a la legislación nacional; (ii) una mayor apertura de las contrataciones públicas; (iii) la atribución de competencias y recursos adecuados a las autoridades reguladoras y de defensa de la competencia y la garantía de su independencia; (iv) la reducción de las ayudas públicas; y (v) el fomento de la entrada al mercado y la competencia efectiva en las industrias de red.

El porcentaje de legislación comunitaria relativa al mercado interior cuya transposición a la legislación nacional aún no se ha llevado a cabo por parte de los Estados miembros (el denominado «déficit de transposición») se incrementó. La Comisión Europea ha adoptado varias medidas para mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular de los servicios, donde existen todavía algunas barreras considerables para su funcionamiento. Muchas de ellas parecen deberse a la normativa nacional, por ejemplo, las cargas y los procedimientos administrativos para establecer filiales en otros países de la UE. A comienzos del 2004, las presidencias irlandesa, holandesa, luxemburguesa y británica acordaron una iniciativa conjunta para establecer el orden de prioridades de las reformas relativas a la regulación durante los años 2004 y 2005 y acelerar los esfuerzos por reducir la carga administrativa. Muchos países han adoptado medidas para mejorar la eficiencia y la transparencia de los procedimientos de contratación pública. Además, algunos países han ampliado las competencias y la independencia de las autoridades reguladoras y de defensa de la competencia. Por otra parte, la tendencia hacia la reducción y la reorientación de las ayudas públicas hacia objetivos horizontales parece haber continuado en los últimos años, aunque estas ayudas siguen desempeñando un importante papel en algunos sectores, como el transporte. Los Estados miembros han seguido llevando a cabo reformas en la regulación de las industrias de red, aunque el programa de reformas en esta área no se ha completado aún. La competencia de hecho en sectores anteriormente protegidos, como la electricidad y el gas, debería aumentar aún más.

<sup>2</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución de las horas totales trabajadas en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

En resumen, en el 2004 se profundizó en el avance de las reformas, especialmente en los mercados de trabajo, pero su ritmo siguió siendo desalentador. Probablemente, como consecuencia de ello, la UE no podrá alcanzar los objetivos establecidos en Lisboa a menos que los Estados miembros aceleren sus esfuerzos para aplicar las reformas. El nuevo impulso del proceso de reformas estructurales no sólo aumentará la eficiencia económica y mejorará las perspectivas de crecimiento a largo plazo, sino que también fortalecerá las bases para una recuperación económica sostenida.

El patrón de crecimiento económico en el 2004 se vio influido asimismo por factores externos concretos, incluidos la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio. El crecimiento en la zona del euro estuvo condicionado no sólo por el impacto directo del alza de los precios del petróleo, en forma de mayores costes de producción y menor poder adquisitivo de la renta de los consumidores, sino también indirectamente a través del impacto del entorno internacional. La fuerte expansión de la actividad económica mundial observada a comienzos del 2004 se moderó en el segundo semestre del año. Se vio influida, entre otros factores, por el aumento de los precios del petróleo registrado a partir de mediados del 2004, que contribuyó, así, a reducir el crecimiento de la demanda externa de exportaciones de la zona del euro durante el segundo semestre del año. Del mismo modo, la sustancial apreciación del tipo de cam-

bio observada durante la mayor parte del 2003, a pesar de haber reducido el coste del petróleo de los importadores de la zona del euro, también tuvo un efecto retardado de carácter negativo sobre la competitividad de la zona del euro.

Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento del valor añadido tendió a seguir la evolución general del producto real a lo largo del ciclo. En particular, el crecimiento del valor añadido tanto en las manufacturas como en los servicios estrictamente de mercado se mantuvo en el primer semestre del 2004, pero se moderó en la segunda mitad. Por lo tanto, parece que la evolución cíclica de la economía durante el pasado año se debió principalmente a perturbaciones agregadas, más que a perturbaciones específicas de cada sector.

#### Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

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

	2002	2003	2004	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Población activa	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Empleo	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Agricultura <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Industria <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– excl. construcción	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– construcción	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Servicios <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Tasas de desempleo <sup>4)</sup></b>													
Total	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Menores de 25 años	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
De 25 años o mayores	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

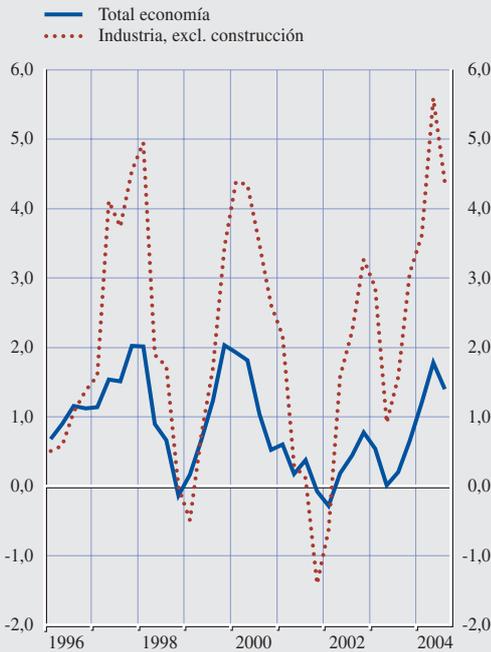
2) Incluye industria manufacturera, construcción, industrias extractivas y producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.

3) Excluye organismos extraterritoriales.

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

**Gráfico 27 Productividad del trabajo**

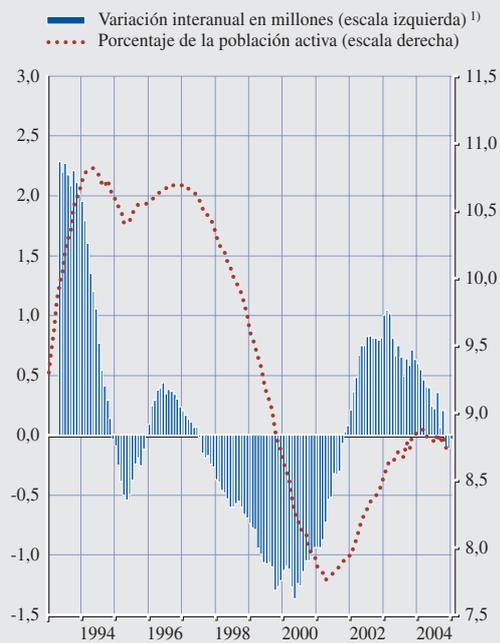
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 28 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden al agregado Euro 12, incluidos los períodos anteriores al 2001.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

Diversas medidas de dispersión indican que la divergencia de las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro disminuyó en el 2004. Como reflejo, en cierta medida, de la recuperación económica mundial, en el 2004 el crecimiento medio interanual del PIB real aumentó en todos los países de la zona del euro con respecto al año anterior, salvo en Grecia, donde, sin embargo, siguió siendo relativamente intenso.

### MEJORA DEL MERCADO DE TRABAJO Y CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN EL 2004

La situación en el mercado de trabajo no se modificó significativamente en la zona del euro durante el 2004, aunque se detectan señales de una mejora gradual. Tras mantenerse prácticamente sin cambios en el 2003, el empleo se elevó a lo largo del 2004 (véase cuadro 4). Sin embargo, el incremento general fue moderado,

lo que está, en parte, en consonancia con la respuesta retardada del empleo a la actividad económica, aunque también es atribuible al inusual mantenimiento del empleo (medido en términos de personas ocupadas) durante la desaceleración económica registrada en el período 2001-2003, que redujo la necesidad de contratar mano de obra en esta etapa de la recuperación. Si bien la evolución del número de personas ocupadas fue relativamente estable en las últimas fases del ciclo, la evidencia disponible indica que el empleo en términos de horas trabajadas respondió mejor al ciclo económico, sugiriendo que, durante la reciente desaceleración y la posterior recuperación, los empresarios podrían haber decidido ajustar el empleo más en función de las horas trabajadas que de las personas ocupadas.

El empleo continuó descendiendo en la industria (excluida la construcción) en el 2004, aunque de forma decreciente, mientras que aumentó

de forma continuada en los servicios. La productividad del trabajo siguió recuperándose significativamente durante el 2004, especialmente en la industria (véase gráfico 27). El crecimiento de la productividad del trabajo se ha incrementado desde mediados del 2003, como consecuencia de la habitual evolución cíclica de la actividad y del empleo.

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo prácticamente estabilizada en el 8,8% en el 2004 (véase gráfico 28). Tampoco se registró ningún cambio significativo en las tasa de desempleo por sexo y grupos de edad. Sin embargo, el número de parados se redujo aproximadamente en 50.000 personas en el 2004, tras haber aumentado considerablemente en el 2003. Estas señales de mejora, aunque modera-

das, están en consonancia con otros indicios relativos a la existencia de un punto de inflexión en el mercado de trabajo, entre los que se incluye la evolución del número de puestos vacantes, que aumentó en el segundo semestre del 2004, tras haber caído de forma continua desde el 2001.

La tasa de paro de la mayoría de los países de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios entre el 2003 y el 2004, aunque en algunos países las cifras de desempleo registradas estuvieron condicionadas en cierta medida por cambios en las estadísticas. En resumen, el grado de dispersión de las tasas de desempleo entre los países de la zona del euro descendió ligeramente en el 2004.

#### Recuadro 7

##### POSIBLES EFECTOS DEL CAMBIO DEMOGRÁFICO EN LA ZONA DEL EURO

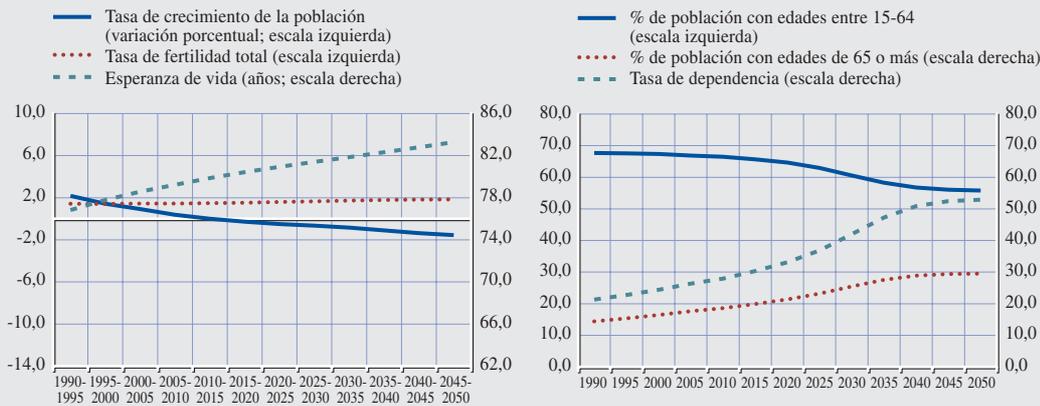
La evolución demográfica reciente y futura de la zona del euro se caracteriza, al igual que en muchos otros países industrializados, por un crecimiento decreciente y un envejecimiento gradual de la población, atribuible a las bajas tasas de fertilidad de la mayoría de los países de la zona del euro y a una mayor esperanza de vida. Aunque todas las proyecciones demográficas están sometidas a una incertidumbre considerable, estas pautas parecen ser comunes a la mayoría, incluidas las de Eurostat y las de Naciones Unidas. En este recuadro se comentan algunas de sus principales implicaciones.

##### Cambios demográficos

Según las proyecciones más recientes disponibles para los países de la zona del euro (Perspectivas de la Población Mundial 2002, de Naciones Unidas<sup>1</sup>), las tasas de fertilidad totales de la zona del euro se mantendrán por debajo del nivel de sustitución de la población, en torno a dos hijos por mujer, en el período comprendido hasta el 2050. Al mismo tiempo, se prevé que la esperanza media de vida aumente en cinco años entre el 2005 y el 2050 (véase panel izquierdo del gráfico). La conjunción de estos dos efectos implica una desaceleración de la tasa de crecimiento de la población de la zona del euro y, desde aproximadamente el 2015, un descenso de la población total. Además, se estima que la proporción de personas mayores (65 años y más) en la población se incrementará y la proporción de personas en edad de trabajar (entre 15 y 64 años) disminuirá gradualmente, en un primer momento, y a un ritmo más rápido, desde aproximadamente el 2015 (véase panel izquierdo del gráfico). Esto significaría un incremento de

<sup>1</sup> Esta discusión se refiere principalmente a los supuestos de la «variante media» relativos a la fertilidad, que pueden considerarse más probables. Para más información, véase Perspectivas de la población mundial: revisión 2002, de Naciones Unidas.

## Evolución demográfica de la zona del euro



Fuentes: Perspectivas de la población mundial, 2002, Naciones Unidas (variante de fertilidad media) y cálculos del BCE.

1) Las cifras de este párrafo y los gráficos se refieren a los supuestos de «variante media» de fertilidad que pueden considerarse más probables. Para más información, véanse las Perspectivas de la población mundial, revisión 2002, de Naciones Unidas

la tasa de dependencia en la zona del euro (es decir, la relación entre la población de 65 años y más y la población con edades comprendidas entre 15 y 64 años) de un 26% en el 2005 a cerca del 30% en el 2015 y a más del 52% en el 2050, un aumento total de unos 26 puntos porcentuales en el período 2005-2050.

### Implicaciones económicas

Un cambio demográfico de tal envergadura tendrá un efecto profundo en los países de la zona del euro. Por ejemplo, la composición de la oferta de mano de obra se modificará a medida que aumente la proporción de trabajadores de más edad, y la propia oferta puede incluso caer si los trabajadores continúan prejubilándose y demasiados pocos trabajadores se incorporan al mercado de trabajo para sustituir a los que lo abandonan. El descenso previsto de la población en edad de trabajar ejercerá presiones a la baja sobre la tasa de crecimiento del producto potencial de la zona del euro, a menos que pueda ser compensado por un incremento de las contribuciones de otros factores de crecimiento, como, por ejemplo, de la tasa de actividad, de la productividad del trabajo y/o de la utilización productiva de otros recursos como el capital. Se ha producido un cierto debate acerca de en qué medida la inmigración puede contribuir a incrementar la oferta de mano de obra. La mayoría de los estudios sugieren que el papel de la inmigración para resolver el reto demográfico que se le plantea a Europa puede ser reducido y temporal, limitado por el número de inmigrantes potenciales en relación con la magnitud del problema y por las restricciones de carácter práctico y político.

La financiación de los sistemas de seguridad social, y en particular de los sistemas públicos de pensiones basados en el principio de reparto, se verá sometida a presiones a medida que aumente la proporción entre el número de pensionistas y el número de cotizantes de los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria. Se prevé que el gasto público en sanidad y en cuidados de larga duración se eleve conforme se efectúen progresos en las tecnologías médicas y que crezca la demanda de estos servicios a la par que el número de personas en edad avanzada. La magnitud de estos posibles efectos podría ser considerable. Las estimaciones del Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica de la Comisión Europea sugiere un gasto

adicional en pensiones comprendido entre el 3% y el 6% del PIB en el 2050 en la mayoría de los países de la zona del euro. Un nuevo incremento del gasto del 2% al 4% del PIB podría deberse a los costes crecientes de la sanidad y de los cuidados de larga duración.

El envejecimiento de la población también puede dar lugar a cambios en la estructura de los mercados financieros y en la valoración de los activos financieros. Los hogares cuyos integrantes pertenecen a distintas generaciones suelen mantener cuantías diferentes de activos financieros y elegir activos con diversos perfiles de riesgo para sus carteras de inversión. Dado que la demanda de vivienda a largo plazo depende, entre otros factores, del número de hogares de una economía, los cambios demográficos pueden afectar asimismo al precio de los inmuebles. Además, la reforma de las pensiones, en concreto el paso a una financiación más privada, probablemente tenga un efecto significativo sobre los mercados financieros a medida que aumente el papel de inversores institucionales, como fondos de pensiones o empresas de seguros. La limitada disponibilidad de series históricas de precios financieros, los problemas de medición y el hecho de que, habitualmente, sólo una pequeña proporción de la población mantenga valores de renta variable obstaculiza la cuantificación de los posibles efectos del cambio demográfico sobre los mercados financieros. Sin embargo, las simulaciones realizadas utilizando modelos basados en la teoría del ciclo vital encuentran, en general, que el envejecimiento de la población implica un descenso del precio de los activos financieros (tanto de renta variable como de renta fija) y un aumento de las primas de riesgo de las acciones cuando se jubile la actual población activa.

### **Necesidad de reformas de gran alcance**

Para hacer frente a los efectos derivados del cambio demográfico, los Gobiernos necesitan acometer reformas de gran alcance, cuyo objetivo sea resolver los problemas específicos de los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria, reducir la deuda pública total y reforzar los factores determinantes del crecimiento económico. En el seno de la UE, los Gobiernos han decidido seguir una estrategia diseñada sobre tres ejes, que se estableció por primera vez en las Orientaciones generales de política económica del 2001 y comprende tres amplios objetivos: elevar las tasas de empleo, reducir la deuda pública y reformar los sistemas de pensiones, incluyendo medidas tendentes a una mayor dependencia de la capitalización.

En los países de la zona del euro existe una necesidad urgente de incrementar la tasa de actividad y de empleo en todos los grupos en que se clasifica la población en edad de trabajar y en concreto en algunos, como los mayores de 55 años, entre los que la tasa de actividad es especialmente baja. Una primera medida de importancia es reducir aún más los desincentivos a trabajar que persisten actualmente en distintos mercados de trabajo de la zona del euro, debido a la interrelación de impuestos y prestaciones y a la existencia de planes de prejubilación. Estos sistemas desincentivan especialmente a los perceptores de un segundo salario, a los trabajadores mal remunerados, a los más jóvenes y a los de edad más avanzada, así como a las mujeres. Las políticas encaminadas a incrementar la participación de la mujer en el mercado de trabajo deben posibilitar que las mujeres concilien la familia y el trabajo mediante una mayor flexibilidad de la jornada laboral y una mejora de los servicios de guardería y de cuidado de las personas mayores. Además, en algunos casos, podría ser de utilidad proporcionar más incentivos para continuar trabajando en edades más avanzadas, por ejemplo, mediante políticas de jubilación gradual y más trabajos temporales o a tiempo parcial para los trabajadores de más edad. Sin embargo, muchos países han de emprender un proceso sostenido de inversión en capital

humano e investigación y desarrollo, para contrarrestar los posibles efectos del envejecimiento de la población sobre la productividad total de los factores y del trabajo.

La reducción de la deuda pública contribuirá a mejorar la sostenibilidad presupuestaria y, así, a que las finanzas públicas sean menos vulnerables al impacto de los cambios demográficos. En concreto, unos niveles de deuda inferiores proporcionarían a los Estados más libertad de acción en períodos de mayor presión fiscal relacionada con el envejecimiento de la población. Del mismo modo, la reducción del pago por intereses de la deuda pública liberaría recursos presupuestarios y brindaría a los Gobiernos una mayor flexibilidad para hacer frente a acontecimientos inesperados. A este respecto, las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en concreto la obligación de que las finanzas públicas se mantengan próximas al equilibrio o con superávit, crean incentivos en la dirección adecuada para que los Estados se preparen para hacer frente a la presión fiscal derivada del envejecimiento de la población

La magnitud de la presión prevista sobre los sistemas de pensiones sugiere que es necesario seguir dos tipos de estrategia en el ámbito de la reforma de las pensiones. En primer lugar, es preciso efectuar nuevos ajustes en la estructura de las prestaciones y de las cotizaciones de los actuales sistemas de reparto (reformas paramétricas), entre los que se encuentran las revisiones de las fórmulas para obtener las cotizaciones y los ajustes de la indexación de las pensiones. Para complementarlos, será necesario que la mayoría de los países tiendan a una mayor capitalización de las prestaciones y diversifiquen los mecanismos de financiación (reformas sistémicas). En lugar de mediante las transferencias corrientes procedentes de las rentas del trabajo, las pensiones se financiarían con el capital acumulado previamente mediante los fondos de pensiones. De este modo, habría que aplicar políticas que facilitaran el desarrollo de una infraestructura que permitiera a estos fondos asignar eficientemente el ahorro para la jubilación y gestionar los riesgos correspondientes, así como preservar el carácter no especulativo de ese ahorro.

En conclusión, las proyecciones sobre la población sugieren que el cambio demográfico en la zona del euro será más evidente a partir del 2015 aproximadamente, aunque en cada país se está procediendo a un ritmo diferente y en algunos países de la zona del euro la población total ya ha comenzado a descender. Si bien muchos países están comenzando a mejorar la compatibilidad de los incentivos de sus sistemas fiscales y de prestaciones sociales con la sostenibilidad de las finanzas públicas, en el futuro será necesario adoptar reformas de mayor alcance. Es necesaria la aplicación oportuna de reformas de mayor envergadura, compatibles con los incentivos, con el fin de estar preparados para el cambio demográfico.

## 2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

### LOS SALDOS PRESUPUESTARIOS SE MANTUVIERON PRACTICAMENTE ESTABLES EN EL 2004

La evolución de las finanzas públicas de la zona del euro no fue satisfactoria en el 2004. Según los últimos datos disponibles de Eurostat, el déficit de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en el 2,7% del PIB (véase cuadro 5). El resultado presupuestario registrado en el 2004 reflejó una ligera relajación de la política

fiscal, mientras que el impacto del ciclo económico fue poco significativo. La mayor parte de los países de la zona del euro no cumplió los objetivos establecidos en los programas de estabilidad actualizados a finales del 2003 y comienzos del 2004. Las desviaciones con respecto a estos objetivos fueron, en promedio, de 0,3 puntos porcentuales del PIB, debido, fundamentalmente, a que los países con fuertes desequilibrios no llevaron a cabo planes de saneamiento estructural ambiciosos.

### Cuadro 5 Situación presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

	2001	2002	2003	2004
<b>Zona del euro</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Bélgica	0,4	0,1	0,4	0,1
Alemania	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grecia	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
España	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Francia	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irlanda	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italia	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxemburgo	6,2	2,3	0,5	-1,1
Países Bajos	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Austria	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugal	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finlandia	5,2	4,3	2,5	2,1

#### Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2001	2002	2003	2004
<b>Zona del euro</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Bélgica	108,0	105,4	100,0	95,6
Alemania	59,4	60,9	64,2	66,0
Grecia	114,8	112,2	109,3	110,5
España	57,8	55,0	51,4	48,9
Francia	57,0	59,0	63,9	65,6
Irlanda	35,8	32,6	32,0	29,9
Italia	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxemburgo	7,2	7,5	7,1	7,5
Países Bajos	52,9	52,6	54,3	55,7
Austria	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugal	55,9	58,5	60,1	61,9
Finlandia	43,8	42,5	45,3	45,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Algunos países registraron ratios de déficit del 3% del PIB, o superiores a este valor de referencia, y cuatro países (Alemania, Grecia, Francia y Países Bajos) se encontraron en una situación de déficit excesivo. Por tercer año consecutivo, los déficit de Alemania y Francia superaron, con un ancho margen, el 3% del PIB. Como resultado de unas significativas revisiones estadísticas, se vio claramente que, con arreglo a la metodología del SEC 95, Grecia había arrojado déficit superiores al valor de referencia desde 1997. En el 2004, ese país registró un déficit del 6,1% del PIB. El déficit de Italia fue del 3% del PIB, mientras que en Portugal el déficit se situó justo por debajo de este valor de referencia, pese a la aplicación continua (aunque decreciente) de notables medidas transitorias de política fiscal.

Si se mide por la variación del saldo primario ajustado de ciclo según las estimaciones de la Comisión Europea, el resultado presupuestario del conjunto de la zona del euro reflejó una orientación ligeramente expansiva de la política fiscal. Dado que el gasto por intereses apenas experimentó cambios, el factor determinante de este resultado fue el deterioro del saldo primario. Se estima que el crecimiento del PIB ha aumentado, por lo general, en línea con el crecimiento potencial y que, en promedio, el entorno económico ha tenido, por lo tanto, escasos efectos en la variación del componente cíclico del presupuesto. El saneamiento estructural sólo se llevó a cabo en contados casos. Los tres países que presentaban un endeudamiento muy elevado (Bélgica, Grecia e Italia) continuaron beneficiándose del ahorro en el gasto

por intereses, lo que tuvo un efecto favorable sobre las situaciones presupuestarias globales y compensó, en parte, el empeoramiento de los saldos primarios de estos países.

La evolución de las finanzas públicas refleja el hecho de que, como promedio en la zona del euro, los recortes impositivos y la eliminación gradual de las medidas temporales de ajuste no fueron financiados de manera suficiente por un ahorro en el gasto primario. La reducción de los ingresos fue determinada por factores como los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, y la caída de los ingresos de capital originada por la progresiva desaparición de las medidas transitorias. Esta reducción se vio compensada, en parte, por el aumento de los impuestos indirectos. Por otra parte, se observan indicios de cierta contención del gasto (principalmente del consumo público y de las prestaciones sociales), pese a la eliminación parcial de las medidas transitorias. Aunque ello supuso un cambio respecto a las políticas de gasto más laxas aplicadas en los últimos años, éste no fue suficiente para compensar totalmente la disminución de los ingresos.

En el 2004, la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se elevó por segundo

año consecutivo, hasta situarse en el 71,3%. Este deterioro es consecuencia, básicamente, de una ratio de superávit primario baja y decreciente, de un crecimiento económico inferior al tipo de interés medio implícito de la deuda pública y de discrepancias, en algunos casos notables, entre la evolución del déficit y la de la deuda, lo que se conoce como ajustes entre déficit y deuda. De los siete países que registraron ratios de deuda superiores al 60% del PIB, sólo en Bélgica esta ratio descendió de forma significativa, hasta situarse por debajo del 100% del PIB, señal de que la situación presupuestaria se mantenía en un nivel próximo al equilibrio. En Grecia e Italia, las ratios de deuda permanecieron por encima del 100% del PIB, nivel en el que se venían manteniendo sin grandes cambios desde el 2001. Alemania, Francia, Austria y Portugal registraron ratios de deuda ligeramente superiores al valor de referencia del 60% del PIB y, en todos estos países salvo Austria, la ratio aumentó con respecto a la observada en el 2003. El continuo deterioro de los saldos presupuestarios y la elevación de la ratio de deuda en relación con el PIB se reflejan también en el saldo vivo de deuda pública (véase recuadro 8).

#### Recuadro 8

##### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA ZONA DEL EURO

En un contexto de crecientes déficits públicos, se ha observado en los últimos años en la zona del euro una elevación del saldo vivo de deuda pública, que se ha reflejado en el aumento de las ratios de deuda en relación con el PIB y en el incremento de las tasas de crecimiento interanual de la deuda pública, del 5%, 5,5% y 5,4% a finales del 2002, 2003 y 2004, respectivamente (frente al 3,3% a finales del 2001)<sup>1</sup>.

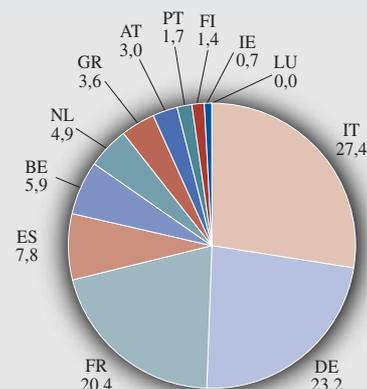
Si se considera el saldo vivo total de deuda pública a finales del 2004, los principales participantes en este segmento de los mercados de capitales de la zona del euro son Italia, Alemania y Francia, con una participación que oscila entre, aproximadamente, un 20% y un 30% del mercado total (véase gráfico A).

<sup>1</sup> Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y se ajustan por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otras variaciones que no se deriven de operaciones. Para más detalles, véanse las Notas Técnicas correspondientes a las secciones 4.3 y 4.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE.

La evolución de la estructura de los saldos vivos de deuda pública de la zona del euro presenta tres características principales. En primer lugar, la mayor parte de la deuda pública emitida en el 2004 correspondió a la Administración Central, con un 94,3% del saldo vivo, y el 5,7% restante fue emitido por otras Administraciones Públicas (véase cuadro). No obstante, el sector de otras Administraciones Públicas ha adquirido un mayor protagonismo, al duplicarse prácticamente su participación en las emisiones de deuda entre los años 1998 y 2004, mientras que la participación de la Administración Central ha ido reduciéndose de forma constante desde 1998.

### Gráfico A Saldos vivos de deuda pública de la zona del euro en el 2004, por país emisor

(en porcentaje; fin de periodo)



Fuente: BCE.

En segundo lugar, en cuanto al desglose de la deuda pública por vencimientos, la deuda a largo plazo representó en torno al 91,6% de los saldos vivos de deuda pública a finales del 2004. En el cuadro se observa que, tras descender entre los años 1998 y 2000, la participación de la deuda a corto plazo volvió a aumentar.

En tercer lugar, el cuadro muestra también que la mayor parte de la deuda pública a largo plazo es emitida a tipo fijo. Con el tiempo, la importancia relativa de las emisiones a tipo variable ha disminuido sustancialmente, pasando del 12,3% del total en el año 1998 al 7,6% en el 2004. Esta evolución se debe a la reducción gradual, hacia finales de los años noventa, de la prima de vencimiento pagada por algunas administraciones por la deuda a largo plazo y a tipo fijo en un entorno de estabilidad de precios. Italia, con una participación de la deuda a tipo variable del 20,7%, es el único país que se sitúa notablemente por encima de la media de la zona del euro.

En los últimos años, la reducción de la prima de riesgo se ha reflejado en costes de financiación de la deuda más favorables. Por ejemplo, el rendimiento medio de la deuda pública a diez

### Estructura de los saldos vivos de deuda pública de la zona del euro

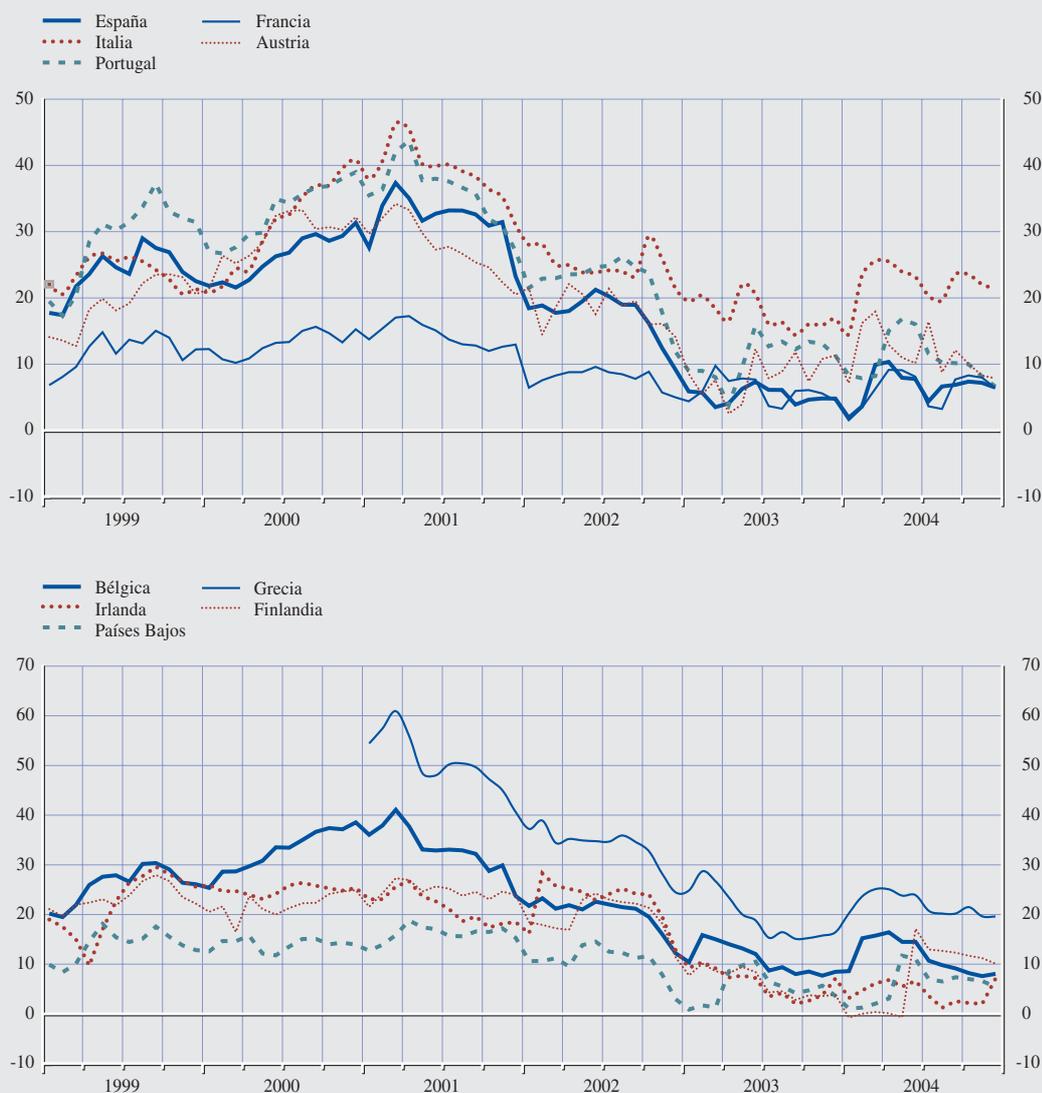
(en porcentaje del total de deuda emitida por las Administraciones Públicas; fin de periodo)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Administración Central	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Deuda a largo plazo</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
<i>Deuda a corto plazo</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Otras Administraciones Públicas	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Deuda a largo plazo</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Deuda a corto plazo</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Administraciones Públicas							
<i>Deuda a largo plazo</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
A tipo fijo	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
A tipo variable	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Deuda a corto plazo</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Total Administraciones Públicas en mm de euros	3.304,9	3.450,5	3.546,4	3.764,6	3.939,3	4.141,2	4.362,5

Fuente: BCE.

## Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo respecto a Alemania<sup>1)</sup>

(en puntos básicos; datos mensuales)



Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

1) El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

años de la zona del euro descendió del 7% en el período 1994-1998 al 4,7% en el período 1999-2004. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico B, existen disparidades en el rendimiento de la deuda pública de los distintos países de la zona del euro, como consecuencia, posiblemente, de diferencias en el riesgo de liquidez y de crédito.

El rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo ha sido el más bajo de la zona del euro, como resultado, principalmente, de la relativa liquidez de la deuda pública de ese país. La ventaja de la deuda pública alemana en relación con la de todos los demás países de la zona, en

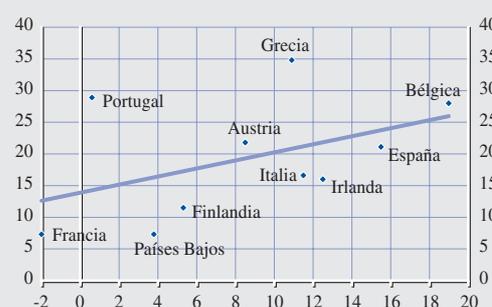
términos de puntos básicos, fue del orden de dos dígitos hasta comienzos del 2001. Posteriormente, los diferenciales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de otros países de la zona del euro y el de bonos alemanes similares han disminuido de forma constante, hasta alcanzar un mínimo histórico a finales del 2003. Los descensos más significativos de los diferenciales de rendimiento se registraron en Bélgica, Grecia, Italia, Portugal y España. Uno de los factores determinantes de esta convergencia puede haber sido la evolución de las finanzas públicas observada en Alemania, país en el que, entre el 2001 y 2004, la ratio de deuda en relación con el PIB se deterioró en comparación con la de todos los demás países de la zona del euro, salvo Francia.

Los datos disponibles sugieren que, en aquellos países en los que la citada ratio experimentó una mejora con respecto a la de Alemania entre el 2001 y el 2004, también se registró una reducción de los diferenciales de rendimiento a largo plazo frente a los bonos alemanes, como se desprende de la relación positiva que se aprecia en el gráfico C. Aunque también pueden tener importancia otros factores, relacionados fundamentalmente con la liquidez de los bonos, ello puede considerarse como una primera indicación de que los inversores tienen en cuenta, en cierta medida, las situaciones presupuestarias de los países de la zona, al valorar los bonos.

En conjunto, las últimas tendencias observadas en la estructura de la financiación pública reflejan la importante ventaja macroeconómica que ha supuesto la adopción, en la pasada década, de políticas económicas más orientadas hacia la estabilidad. El beneficio más evidente es la proporción notablemente menor de los presupuestos públicos dedicados a pagos de intereses.

**Gráfico C Variaciones de la deuda en relación con el PIB respecto a Alemania<sup>1)</sup> y variaciones de los diferenciales de rendimiento<sup>2)</sup> entre 2001 y 2004**

(eje de abscisas: en puntos porcentuales; eje de ordenadas: en puntos básicos)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Eje de abscisas: disminución de la deuda en relación con el PIB respecto a Alemania, es decir, de la diferencia entre la deuda en relación con el PIB de Alemania y la de otros países de la zona del euro entre el 2001 y 2004.

2) Eje de ordenadas: reducción de los diferenciales de rendimiento respecto a los bonos alemanes a diez años entre enero del 2001 y diciembre del 2004.

Nota: El gráfico ha de leerse de la manera siguiente: tomando Bélgica como ejemplo, en ese país la deuda en relación con el PIB fue del 108% en el 2001 y del 95,8% en el 2004, mientras que en Alemania fue del 59,4% en el 2001 y del 66% en el 2004. Así, la diferencia entre la deuda en relación con el PIB de Alemania y la de Bélgica, es decir, la deuda en relación con el PIB de Bélgica respecto a Alemania, fue del 48,6% en el 2001 y del 29,6% en el 2004. La diferencia disminuyó 19 puntos porcentuales entre el 2001 y el 2004, lo que supuso una mejora de la deuda en relación con el PIB respecto a Alemania, como puede apreciarse en el eje de las abscisas. Durante el mismo período, el diferencial entre el rendimiento de los bonos belgas y el de los bonos alemanes aumentó 28 puntos básicos, tal y como se refleja en el eje de las ordenadas. La línea recta continua representa la línea de regresión ajustada.

### PLANES FISCALES PARA EL 2005

La última actualización de los programas de estabilidad sugiere que, pese a observarse algunos avances, los planes previstos son del todo insuficientes para hacer frente al problema de los déficit presupuestarios y todavía faltan agendas de reformas estructurales globales. Se estima que, en el 2005, el déficit medio de la zona del euro en su conjunto descenderá en torno a 0,5 puntos porcentuales del PIB. A este

descenso deberían contribuir una ligera reducción del gasto por intereses y una moderada mejora del saldo primario. Según las previsiones, el crecimiento económico se mantendrá cercano al crecimiento potencial. Sin embargo, se espera que cerca de la mitad de los países de la zona del euro (es decir, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal) sigan arrojando déficit del 3% del PIB o cercanos a este valor de referencia, y que sólo algunos de

los países de la zona se mantengan en una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit. Por otra parte, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB disminuya en 0,5 puntos porcentuales del PIB.

### **ES NECESARIO CUMPLIR LOS COMPROMISOS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO**

Las finanzas públicas han de hacer frente a tres retos importantes en la zona del euro. En primer lugar, es preciso llevar a cabo un profundo saneamiento presupuestario: la estabilidad macroeconómica depende de forma significativa de la sostenibilidad de las finanzas públicas, es decir, de la capacidad de un gobierno de cumplir sus obligaciones de pago pendientes (véase recuadro 9). El cumplimiento del marco fiscal de la UE y la aplicación estricta de las reglas son cruciales, dado que contribuyen a la sostenibilidad de las finanzas públicas de la UEM. En particular, el límite de déficit del 3% del PIB, si su aplicación es creíble, ofrece un ancla a las expectativas de disciplina presupuestaria y de evolución futura de la deuda pública, siendo, por tanto, una importante señal de solidez de las finanzas públicas para los mercados financieros y el público en general.

El hecho de que el déficit medio de la zona del euro se sitúe en un nivel cercano al valor de referencia del 3% y que algunos de los países de la zona registren un déficit próximo o superior a este valor subraya la urgente necesidad de reforzar la situación de las finanzas públicas. El entorno económico más favorable brinda una buena oportunidad para acelerar el proceso de saneamiento presupuestario. Los dividendos que proporciona el crecimiento, en forma de una mayor recaudación impositiva de lo previsto, deberán destinarse a reducir los desequilibrios fiscales. Los países que presenten un déficit excesivo deberán corregir esta situación lo antes posible y cumplir sus compromisos. Además, debe evitarse la recurrencia de los déficit excesivos. También es deseable que los países de la zona del euro cuya situación presupuestaria no se halla próxima al equilibrio o con superávit, pero que no registran tampoco un déficit excesivo, realicen avances en el saneamiento presupuestario, según el acuerdo alcanzado por el Eurogrupo en octubre del 2002, en virtud del cual las ratios de déficit estructural deberán reducirse en, al menos, 0,5 puntos porcentuales del PIB por año.

#### **Recuadro 9**

### **POLÍTICA FISCAL Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA**

En este recuadro se analizan las principales influencias de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en la evolución de los precios, así como la manera en que estas influencias se reflejan en el marco fiscal de la UE.

Las políticas fiscales pueden influir en el entorno macroeconómico a corto plazo mediante medidas discrecionales y estabilizadores automáticos. Las medidas discrecionales, es decir, las variaciones activas de los ingresos o gastos públicos, pueden afectar al crecimiento económico y a los precios, a través de su efecto sobre la demanda agregada y la oferta agregada. Sin embargo, la experiencia de las últimas décadas ha mostrado que, con frecuencia, el ajuste presupuestario discrecional, realizado con el objeto de estabilizar la economía, tiene efectos procíclicos. Además, el uso asimétrico de medidas de ajuste (sobre todo en fases de recesión y, en mucha menor medida, en períodos de expansión) ha dado lugar, con el tiempo, a déficits públicos más elevados. Por otra parte, el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos puede contribuir a suavizar las fluctuaciones económicas, gracias a su efecto estabilizador en

la renta disponible de los hogares, a través de los impuestos y de las prestaciones por desempleo. El carácter automático de estos estabilizadores hace que funcionen puntualmente y que sean más predecibles, mientras que su utilización simétrica no altera el nivel de la deuda pública a lo largo de un ciclo económico.

Por lo que se refiere a los efectos fiscales a medio plazo, la fijación de políticas fiscales es particularmente importante para la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento económico potencial. La sostenibilidad presupuestaria puede definirse como la capacidad de un gobierno de cumplir sus obligaciones de pago pendientes, que puede reflejarse en la ratio de deuda pública en relación con el PIB, aunque han de tenerse también en cuenta otros elementos, como sus pasivos contingentes e implícitos. La sostenibilidad de las finanzas públicas tiene un efecto positivo en el entorno macroeconómico, toda vez que los consumidores y los hogares no esperan que el gobierno suba demasiado los impuestos o que experimente dificultades para cumplir sus obligaciones. Con ello se aumenta la confianza, se facilita la adopción de decisiones a largo plazo (especialmente, las decisiones de inversión del sector privado) y las condiciones financieras son más favorables. En cuanto al crecimiento económico potencial, las medidas fiscales que mejoren la «calidad» de las finanzas públicas pueden tener un efecto beneficioso sobre la tasa de crecimiento económico compatible con la estabilidad de precios. Por ejemplo, el gasto público en capital físico y humano puede mejorar la calidad de los factores de producción. Por otro lado, los tipos impositivos influyen en los incentivos para trabajar, ahorrar, invertir e innovar. A su vez, un mayor crecimiento contribuye a la sostenibilidad, dado que el servicio de la deuda existente viene respaldado por una base económica más amplia.

Por lo general, es preferible fijar la política fiscal basándose en reglas, en lugar de adoptar un enfoque ad hoc. Las reglas pueden disuadir de atribuir demasiada importancia a las ganancias a corto plazo y no tener en cuenta los costes a largo plazo. Además, las reglas pueden afianzar las expectativas, proporcionando una orientación a los agentes económicos sobre la política fiscal futura ante perturbaciones y facilitando así la planificación a largo plazo del sector privado. Obviamente, las reglas han de respetarse para que estos beneficios se materialicen. Las ventajas que se derivan de respetar las reglas son aún mayores en una unión monetaria como la UEM, en la que se pueden exacerbar las distorsiones en los incentivos fiscales. Por ejemplo, puede producirse un mayor sesgo del déficit, dado que, con una moneda única y mercados financieros más integrados, un aumento de la deuda en un determinado país tiene un menor impacto sobre los tipos de interés que en épocas anteriores. En una unión monetaria, las reglas fiscales han de poder instrumentarse de forma sencilla, puesto que deben aplicarse a todos los Estados miembros de una manera uniforme, a fin de garantizar la igualdad de condiciones. Un marco fiscal transparente propicia también una mayor sensibilización de los mercados financieros y del público en general, por lo que puede contribuir al cumplimiento de las reglas.

El marco a medio plazo, basado en reglas, adoptado en la UEM tiene en cuenta la estabilización a corto plazo y la sostenibilidad a largo plazo. El establecimiento de valores de referencia del déficit presupuestario y de la deuda pública son medios para promover un comportamiento fiscal responsable. Una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit en el medio plazo contribuye a la estabilización económica a corto plazo a través del libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos, al tiempo que impide la formación de déficit excesivos en el futuro y fomenta la sostenibilidad de las finanzas públicas, al inducir ratios de deuda pública más reducidas.

Desde la perspectiva de un banco central, cuyo objetivo prioritario es el mantenimiento de la estabilidad de precios, el análisis de la política fiscal se centra en la influencia que dicha política ejerce en la inflación y la estabilidad macroeconómica, ya que define el entorno en el que debe ejecutarse la política monetaria. Unas políticas presupuestarias saneadas facilitan la política monetaria, al crear una situación económica estable tanto a corto como a largo plazo.

### **LAS REFORMAS ESTRUCTURALES SIGUEN SIENDO IMPRESCINDIBLES**

Un segundo desafío para las finanzas públicas de la zona del euro es la integración de los planes de saneamiento presupuestario en una agenda de reformas estructurales que fomenten el crecimiento, la competitividad y el empleo, lo que contribuiría también a la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en el contexto de una creciente carga fiscal derivada del envejecimiento de la población. Aunque también podría lograrse cierto aumento de la eficiencia por el lado de los ingresos, las reformas del gasto son cruciales, para facilitar el saneamiento presupuestario, preparar el terreno para nuevos recortes impositivos y dotar a los sistemas impositivos y de prestaciones sociales de una orientación más proclive al crecimiento. Dentro de los presupuestos de gastos, es necesario dar prioridad a las inversiones productivas en infraestructuras y capital humano.

### **LA CREDIBILIDAD DEL MARCO FISCAL SE SUSTENTA EN LA FIABILIDAD DE LAS ESTADÍSTICAS**

En tercer lugar, la credibilidad del marco fiscal de la UE tiene como condición previa la fiabilidad de las estadísticas de finanzas públicas. Unas revisiones elevadas de anteriores cifras de déficit (como ocurrió, por ejemplo, en el 2004 con el caso de Grecia) dañan claramente la confianza en el entero marco y su credibilidad. Además, afectan negativamente a la precisión y puntualidad del proceso de identificación de los desequilibrios y de las necesidades de ajuste, lo que puede ocasionar serios retrasos en la adopción de medidas de política fiscal. Al añadir incertidumbre a la vigilancia fiscal, estas revisiones reducen el valor de los procedimientos de supervisión multilateral y restan eficacia a la presión por parte de los demás países miem-

bros. Por consiguiente, es de vital importancia que se adopten medidas para garantizar la elaboración de estadísticas de finanzas públicas fiables y su presentación en tiempo oportuno. Todos los Estados miembros deberían respetar las normas contables europeas al presentar sus datos de gastos e ingresos. Tal y como se afirmó en el Consejo ECOFIN del 2 de junio de 2004, las estadísticas presupuestarias no deben ser vulnerables a ciclos políticos y electorales.

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

#### **EL EURO SIGUIÓ FORTALECIÉNDOSE EN UN CONTEXTO DE DEPRECIACIÓN GENERALIZADA DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE**

En los mercados de divisas, los movimientos de los principales tipos de cambio bilaterales del euro fueron relativamente moderados en los nueve primeros meses del 2004, especialmente, en comparación con la acusada apreciación de la moneda única en los dos años anteriores. A partir de entonces, el euro se apreció significativamente, sobre todo, frente al dólar estadounidense. Al final del 2004, el tipo de cambio efectivo del euro se situaba moderadamente por encima del nivel observado a comienzos del año, como consecuencia de su notable apreciación frente al dólar estadounidense, las monedas asiáticas vinculadas a éste y, en menor medida, el yen japonés. Esta evolución se contrarrestó parcialmente por la depreciación de la moneda única frente a las monedas de algunos socios comerciales menores de la zona del euro (el franco suizo, la corona noruega y el won coreano), así como frente a las monedas de varios de los nuevos Estados miembros de la UE.

Examinando la evolución con más detalle se observa que, una vez estabilizada la apreciación en enero y febrero del 2004, el euro perdió parte del terreno ganado anteriormente en un contexto de mejora de las perspectivas económicas mundiales y de cambio de las percepciones de los mercados respecto a los factores fundamentales que afectan a los tipos de cambio. En ese momento, se observaron señales cada vez más claras de que la recuperación se estaba consolidando en Estados Unidos y Japón, mientras que las perspectivas para la zona del euro seguían siendo más moderadas. Esto sirvió para desviar la atención de los mercados del abultado y persistente déficit por cuenta corriente hacia expectativas de una mayor rentabilidad en los Estados Unidos, lo que respaldó, por consiguiente, al dólar. Entre mayo y mediados de octubre del 2004, el euro se apreció ligeramente en un entorno de mejora gradual de las perspectivas económicas de la zona del euro, a medida que comenzaron a observarse las primeras señales de que la expansión económica podría extenderse desde el sector de exportaciones a la demanda interna. Al mismo tiempo, parece que las inquietudes de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento a escala mundial, alimentadas principalmente por la incertidumbre geopolítica y la escalada de los precios del petróleo, podrían haber ejercido renovadas presiones depreciadoras sobre el dólar estadounidense y el yen japonés. Las decisiones adoptadas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal durante ese período de elevar los tipos de interés ya habían sido anticipadas por los mercados financieros y no afectaron a la evolución de los tipos de cambio. No obstante, a mediados de octubre el euro se apreció significativamente frente al dólar, así como frente a varias monedas asiáticas que se vinculan formal o informalmente con la moneda estadounidense. La apreciación se produjo en un contexto de depreciación generalizada del dólar en el último trimestre del 2004. En este trimestre, el dólar registró su cotización más baja en muchos años tanto frente al euro como frente a la libra esterlina y al yen japonés.

Al final del 2004, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 socios comerciales importantes de la zona del euro, se situó un 2,3% por encima del nivel observado al comienzo del año. Esta apreciación del euro oculta movimientos de signo opuesto frente a las monedas de varios países socios incluidos en el índice. Más concretamente, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y también frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong, monedas ambas que están vinculadas al dólar. El 31 de diciembre de 2004, el euro se situaba en 1,36 dólares, aproximadamente un 8,2% por encima del nivel registrado a comienzos del año. En ese mismo período, el euro también se fortaleció frente al yen japonés (un 3,7%) y, al final del año, cotizaba a 139,7 yenes por euro, lo que significa una apreciación del yen frente al dólar de más del 4%. Frente a la libra esterlina, el euro se mantuvo al final de año sin cambios respecto al nivel registrado el 2 de febrero de 2004, cotizando a 0,71 libras por euro.

Al mismo tiempo, el euro se depreció moderadamente frente al franco suizo, la corona noruega y, en mayo medida, frente al won coreano (un 6,3%). También se depreció frente a las monedas de varios de los nuevos Estados miembros de la UE: la corona checa, el forint húngaro, el zloty polaco y la corona eslovaca (véase también la sección 3). La libra chipriota también se apreció ligeramente, mientras que el lats letón, que estaba vinculado parcialmente al dólar estadounidense, se depreció frente al euro. No obstante, con efectos a partir del 1 de enero del 2005, el lats letón se ha vinculado al euro al cambio de 0,702804 lats por euro y, desde entonces, ha cotizado en valores muy próximos a esa paridad. La lira maltesa se mantuvo relativamente estable frente al euro en el año 2004, debido a que, en la cesta de monedas a la que está vinculada, el euro tiene una ponderación dominante.

En el MTC II, la corona danesa cotizó en valores próximos a su paridad central, mientras que las monedas que se incorporaron al mecanismo el 28 de junio de 2004 (la corona estonia, la lita

lituana y el tólar esloveno) fluctuaron dentro de unos márgenes muy estrechos o se mantuvieron sin cambios en relación con su paridad central frente al euro.

En los dos primeros meses del 2005, el euro experimentó un retroceso frente a casi todas las principales monedas, especialmente frente al dólar estadounidense. La evolución de los tipos de cambio del euro durante este período se vio afectada por las señales de una vigorosa actividad económica en Estados Unidos, al tiempo que las inquietudes de los mercados respecto a su déficit por cuenta corriente parecen haberse atenuado un poco. El 24 de febrero de 2005, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba en torno a un 1,4% por debajo del nivel registrado al comienzo del año. La depreciación reflejó un debilitamiento frente al dólar estadounidense, el renminbi chino y, en menor medida, frente a la libra esterlina, monedas todas ellas con un peso relativo alto en el índice del tipo de cambio del euro ponderado por el comercio.

El tipo de cambio efectivo real del euro, basado en índices de costes y de precios, también siguió aumentando en el año 2004, en consonancia con el incremento del tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 29). En el cuarto trimestre del 2004, los índices del tipo de cambio efectivo real del euro se situaron muy por encima del nivel observado en el primer trimestre de 1999, mientras que las medidas basadas en la evolución de los precios de consumo y los precios industriales también registraban valores bastante cercanos a los máximos observados en los diez últimos años.

#### **EL SUPERÁVIT POR CUENTA CORRIENTE AUMENTÓ LIGERAMENTE EN EL 2004**

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro aumentó de 22,2 mm de euros en el 2003 hasta 40,2 mm de euros en el 2004, es decir, un 0,5% del PIB. Este incremento fue, en gran medida, resultado de un descenso del déficit de la balanza de rentas y transferencias corrientes, combinado con un aumento marginal del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico



30). El superávit de la balanza de bienes permaneció prácticamente sin cambios dado que las exportaciones y las importaciones de bienes en términos nominales se incrementaron en cantidades similares.

Sin embargo, a lo largo del 2004, el superávit acumulado desestacionalizado de doce meses de la balanza de bienes experimentó dos cambios significativos. En el primer semestre del año, aumentó (de 106 mm de euros en diciembre del 2003 a más de 125 mm de euros en junio del 2004), debido en particular a la solidez que mostraron las exportaciones durante este período. Posteriormente se redujo hasta un nivel próximo al observado al final del 2003, como consecuencia de las vigorosas importaciones registradas en el segundo y en el tercer trimestre del 2004 y de la desaceleración de las exportaciones que tuvo lugar en el segundo semestre de ese año. En cuanto a la reducción del déficit de la balanza de rentas, la misma se debió, fundamentalmente, a un notable aumento de los ingresos, que crecieron a un ritmo mucho más rápido que los pagos. El aumento de los ingresos de la balanza de rentas parece estar determinado, principalmente, por la favorable evolución de los rendimientos de las inversiones, como consecuencia del sólido crecimiento de la economía mundial, que compensó con creces

**Gráfico 29 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro <sup>1)</sup>**

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

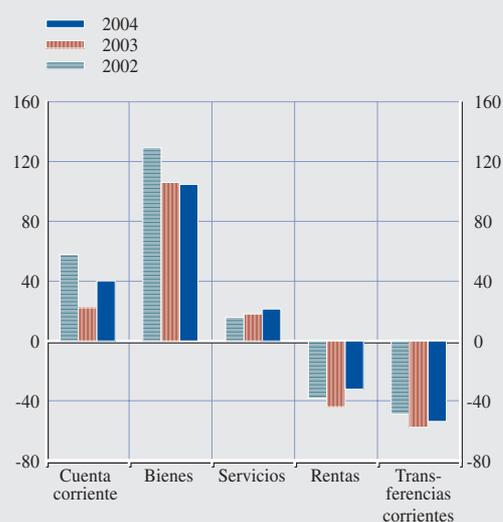


Fuente: BCE.

1) Un desplazamiento hacia arriba del índice TCE representa una apreciación del euro. Los últimos datos mensuales disponibles corresponden a diciembre del 2004. En el caso del TCE real basado en los CLUM, las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2004 y se basan, en parte, en estimaciones.

**Gráfico 30 Balanza por cuenta corriente y sus componentes**

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

los efectos negativos de la apreciación del euro (dado que una apreciación de la moneda única reduce el valor en euros de los ingresos de rentas recibidos en moneda extranjera).

La evolución de las exportaciones y las importaciones de bienes en términos nominales puede entenderse mejor separando el efecto que sobre la misma ha tenido el comportamiento de los precios del efecto derivado de la propia evolución de las exportaciones e importaciones en términos reales, atendiendo a las estadísticas de comercio exterior de Eurostat (los datos disponibles abarcan el período transcurrido hasta octubre del 2004). Así se aprecia que el fuerte aumento de las exportaciones en términos nominales que se produjo en el primer semestre del año tuvo su origen, en gran medida, en su sólida expansión en términos reales, mientras que los precios de exportación siguieron siendo moderados. Parece, por lo tanto, que el vigoroso crecimiento de la demanda exterior a lo largo del año compensó con creces el efecto negativo de la apreciación del euro en las exportaciones en

términos reales de la zona del euro. Desde la perspectiva de la distribución geográfica, las exportaciones en términos reales a Asia y a los nuevos Estados miembros de la UE aumentaron de forma particularmente rápida durante este período. Aunque los precios de exportación experimentaron ciertas presiones al alza por el incremento de los costes, como consecuencia del alza de los precios del petróleo, este efecto puede haberse contrarrestado en parte con reducciones de los márgenes, en la medida en que los exportadores trataron de compensar hasta cierto punto la pérdida de competitividad en términos de precios resultante de la apreciación del euro. La desaceleración de las exportaciones de la zona del euro observada en el segundo semestre del año parece obedecer principalmente al debilitamiento de las exportaciones a Asia y a los nuevos Estados miembros de la UE, aunque las exportaciones a Estados Unidos también experimentaron un notable descenso. En lo que respecta al aumento de las importaciones de bienes en términos nominales registrado en el segundo y en el tercer trimes-

tres del 2004, éste tuvo su origen en una expansión tanto de los precios como de las importaciones en términos reales. La subida de los precios de importación fue, casi en su totalidad, debida al alza del precio del petróleo. Una parte del incremento de las importaciones en términos reales puede atribuirse a la recuperación de la demanda interna de la zona del euro, especialmente en las categorías de gasto con un fuerte componente de importaciones.

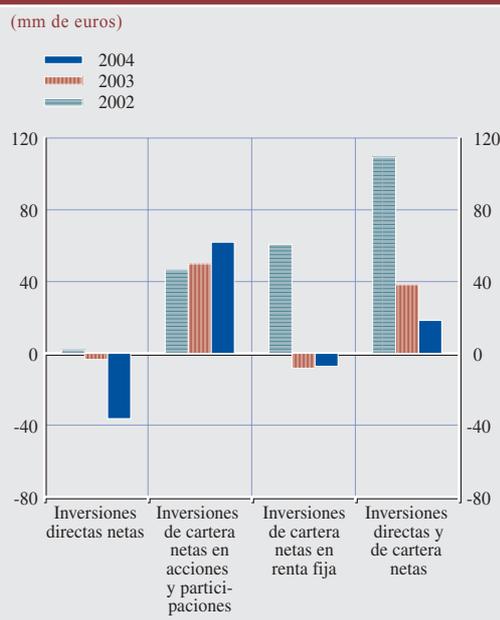
### EL AGREGADO DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA REGISTRÓ ENTRADAS NETAS EN EL AÑO 2004

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 18,3 mm de euros en el 2004, frente a las entradas netas de 38,3 mm de euros contabilizadas en el 2003. Este descenso de los flujos financieros netos hacia la zona del euro tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las salidas netas en concepto de inversiones directas (véase el gráfico 31).

La evolución de las inversiones directas tuvo su origen, en gran medida, en un descenso gradual de las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro, debido básicamente a que las inversiones directas de no residentes en la zona, en forma de capital, ascendió a sólo un tercio de las contabilizadas un año antes. Este descenso fue mayor que la disminución de las inversiones directas de capital de la zona del euro en el exterior y podría reflejar, hasta cierto punto, mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial durante el año 2004 en relación con la zona del euro.

El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera vino determinado, principalmente, por el incremento en las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Los datos de las encuestas de los mercados indican un renovado interés de los inversores extranjeros por este tipo de valores. El hecho de que los valores de renta variable de la zona del euro tuvieran, en términos relativos, un precio muy atractivo, junto con las expectativas de una apreciación del euro a lo

**Gráfico 31 Cuenta financiera y sus componentes**



Fuente: BCE.

largo del 2004, también contribuyeron a esta evolución.

Por lo que se refiere a los valores distintos de acciones, los flujos transfronterizos fueron de magnitud similar en el 2003 y en el 2004, ascendiendo a unos 200 mm de euros, aproximadamente, tanto en el activo como en el pasivo. En el pasivo, el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro no estimuló la inversión extranjera en instrumentos del mercado monetario de la zona; así pues, en el 2004, los no residentes invirtieron casi exclusivamente en bonos y obligaciones de la zona del euro. En cuanto al activo, los inversores de la zona del euro dedicaron alrededor del 75% de su cartera internacional de valores distintos de acciones a bonos y obligaciones, y un 25% a instrumentos del mercado monetario. En comparación con el 2003, los residentes en la zona del euro invirtieron menos en bonos y obligaciones internacionales. Este comportamiento podría asociarse a la previsión de posibles pérdidas de capital como resultado de la expectativa de tipos de interés más altos en Esta-

dos Unidos. De hecho, los flujos de deuda de la zona del euro hacia Estados Unidos se redujeron de 75 mm de euros en el 2003 hasta 29 mm de euros en los tres primeros trimestres del 2004.

Sobre la base de los flujos acumulados en los tres primeros trimestres del 2004, la zona del euro registró salidas netas de inversión directa extranjera frente a sus principales socios comerciales, aparte de Estados Unidos y Suiza. El Reino Unido y Estados Unidos fueron los principales receptores de inversiones directas de la zona del euro y los principales inversores en la zona.

La desagregación geográfica indica que las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior en los tres primeros trimestres del 2004 se dirigieron principalmente hacia el Reino Unido y Estados Unidos, que son tradicionalmente los principales receptores de esa categoría de inversiones. Los inversores de la zona del euro también realizaron grandes compras netas de valores de renta variable japoneses. La mejora de las perspectivas económicas en Japón, sobre todo a comienzos del 2004, parece haber influido en las decisiones de los inversores de la zona del euro.



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

#### ACTIVIDAD ECONOMICA

El crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue relativamente intenso en el año 2004 y, en general, superó la media de la zona del euro (véase cuadro 6). El mayor crecimiento del producto se registró en los Estados Bálticos y en Polonia, los países con el nivel más bajo de PIB per cápita de la UE. En el otro extremo se sitúan Dinamarca y Malta con el crecimiento del producto más bajo, aunque el crecimiento del PIB real comenzó a recuperarse en estos países con respecto a las moderadas tasas observadas en el 2003.

La demanda interna fue el factor que más contribuyó al crecimiento del PIB en el año 2004 en muchos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Concretamente, la formación bruta de capital fijo fue el factor que más impulsó el crecimiento del producto. El aumento de la confianza industrial, un elevado grado de utilización del capital y la mejora de las perspectivas de demanda contribuyeron a la recuperación de la inversión en muchos de los nuevos Estados miembros, Dinamarca y Suecia. En muchos de esos nuevos Estados miembros, sobre

todo en los Estados Bálticos, la fortaleza de la demanda interna reflejó también el notable crecimiento del consumo privado, que se vio respaldado por los aumentos de la renta real disponible asociados al vigoroso incremento de los salarios y de las mejoras en el mercado de trabajo. En el Reino Unido, el sólido comportamiento del mercado de trabajo y el aumento de la riqueza inmobiliaria apoyaron el crecimiento del consumo privado. En varios países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, especialmente en los Estados Bálticos y en Hungría, el gasto de los hogares también se vio favorecido por el alto, y en algunos casos acelerado, crecimiento del crédito al sector privado. Además, en la mayoría de los nuevos Estados miembros, las expectativas de aumento de los precios como consecuencia de los cambios en la tributación y en los precios administrados derivados de la adhesión a la UE estimularon el gasto de consumo en el primer semestre del 2004. Por último, en algunos países, la orientación de la política fiscal continuó siendo relativamente laxa.

Por lo que respecta a la demanda exterior, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real varió significativamente

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

(tasas de variación interanual)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
República Checa	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Dinamarca	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estonia	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Chipre	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Letonia	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Lituania	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Hungría	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Polonia	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Eslovenia	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Eslovaquia	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Suecia	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Reino Unido	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
UE-10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
UE-13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Zona del euro	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Fuentes: Eurostat.

Nota: Los datos trimestrales están desestacionalizados para la República Checa y desestacionalizados y ajustados por días laborables para el Reino Unido.

1) El agregado UE-10 incluye los 10 nuevos Estados miembros de la UE.

2) El agregado UE-13 incluye los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Mientras que en Polonia y Suecia representó un notable apoyo para el crecimiento del producto, en la mayoría de los nuevos Estados miembros y en el Reino Unido fue un lastre para el crecimiento. No obstante, es importante señalar que el crecimiento de las exportaciones y las importaciones continuó siendo bastante vigoroso en el 2004, especialmente en los nuevos Estados miembros. En particular, el comercio de bienes y servicios en términos reales se vio estimulado por la eliminación de las barreras comerciales con la adhesión a la UE, por el incremento de la demanda de los socios comerciales y por las nuevas ganancias de productividad.

Como resultado de la recuperación de la actividad económica, de las notables entradas de inversión directa extranjera (IDE) contabilizadas en los últimos años y de las reformas estructurales en marcha, la situación del mercado de trabajo mejoró gradualmente durante todo el año 2004 en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo en los Estados Bálticos. No obstante, el crecimiento del empleo tendió a ser moderado en la mayoría de los nuevos Estados

miembros, debido al incremento de los costes salariales registrado anteriormente en algunos países y a un desajuste estructural de cualificación entre la oferta y la demanda de trabajo. En varios países, especialmente en Polonia y en Eslovaquia, las tasas de paro se mantuvieron en niveles muy altos. En el Reino Unido la situación del mercado trabajo era más favorable.

### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La evolución de los precios en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue muy dispar en el 2004. Las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, de Dinamarca, Lituania, Suecia y el Reino Unido fueron las más bajas, en torno a un 1%, es decir, se situaron muy por debajo de la media de la zona del euro. En la mayoría de los nuevos Estados miembros, la inflación se situó por encima de dicha media. En Letonia, Hungría y Eslovaquia, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, fueron casi tres veces más altas que la media de la zona del euro.

La mayoría de los nuevos Estados miembros registraron tasas de inflación medidas por el IAPC más altas en el año 2004 que en el 2003 (véase cuadro 7). El aumento más acusado se

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

(tasas de variación interanual)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
República Checa	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Dinamarca	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estonia	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Chipre	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Letonia	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Lituania	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Hungría	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Polonia	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Eslovenia	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Eslovaquia	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Suecia	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Reino Unido	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
UE-10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
UE-13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Zona del euro	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-10 incluye los 10 nuevos Estados miembros de la UE.

2) El agregado UE-13 incluye los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

observó en la República Checa, Letonia, Lituania, Hungría y Polonia. Sin embargo, en otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, las tasas medias de inflación se redujeron en el 2004, registrándose los descensos más notables en Chipre y Eslovenia. Además, la trayectoria de la inflación varió durante este año de unos países a otros. En algunos de ellos, se observó un considerable repunte en el primer semestre del año para estabilizarse en un nivel más alto o descender gradualmente en el segundo semestre. No obstante, en algunos otros Estados miembros, las tasas de inflación medidas por el IAPC permanecieron bastante estables durante todo el año.

La evolución de la inflación en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro vino determinada en parte por algunos factores comunes, en particular el fuerte incremento de los precios del petróleo en el año 2004. No obstante, el impacto preciso de este factor en la inflación varió de un país a otro, como consecuencia, en gran medida, de las diferencias en el comportamiento del consumo, la estructura de los mercados y la mayor o menor importancia del componente energético en la producción. Además, en algunos países, la transmisión del alza de los precios del petróleo a la inflación podría no haberse materializado por completo en el 2004. El sólido crecimiento del PIB real en la mayoría de los países dio lugar, asimismo, a ciertas presiones inflacionistas. Como consecuencia, las presiones salariales también han comenzado a intensificarse en varios países.

En los nuevos Estados miembros, la adhesión a la UE también ha generado algunas presiones inflacionistas. En la mayoría de ellos, los precios de los alimentos se incrementaron en el primer semestre del año a medida que esos países se integraron en la Política Agraria Común y se fueron eliminando las barreras sectoriales al comercio que aún persistían. Dada la proporción relativamente elevada de los precios de los alimentos en las respectivas cestas del IAPC, esos incrementos tuvieron un efecto notable sobre la inflación medida por el IAPC en la mayoría de



los nuevos Estados miembros. Además, en algunos de estos Estados se elevaron los impuestos indirectos y los impuestos específicos sobre el consumo de bienes, a fin de armonizarlos en mayor medida con los vigentes en la UE. La perspectiva de que se produjeran subidas de precios inducidas por los impuestos tras la adhesión a la UE hizo que se incrementara la demanda a principios del 2004, lo que a su vez provocó un aumento de la inflación. Sin embargo, en el segundo semestre del año su efecto comenzó a revertir gradualmente en una serie de países. Por otra parte, en algunos de los nuevos Estados miembros, se han elevado sustancialmente los precios administrados con el fin de completar el ajuste de algunas empresas de propiedad estatal para producir a niveles que permitan recuperar los costes.

La evolución de los tipos de cambio nominales y su transmisión desfasada a los precios de importación también influyó en el comportamiento de la inflación en el 2004. En varios países, concretamente en la República Checa, Hungría y Eslovaquia, la evolución de los tipos de cambio efectivos tuvo un efecto de atenuación sobre la inflación, mientras que en otros, como Letonia, el impacto intensificó las presiones inflacionistas. En Polonia, el impacto desfasado de la evolución de los tipos de cambio contribuyó, en el primer semestre del 2004, a un

aumento de la inflación medida por el IAPC, revirtiéndose dicho impacto en el segundo semestre del año.

### POLÍTICA FISCAL

Tres nuevos Estados miembros no pertenecientes a la UE (Estonia, Dinamarca y Suecia) registraron superávit presupuestarios y otros diez arrojaron déficit públicos en el año 2004. Como consta en las decisiones del Consejo ECOFIN de 5 de julio de 2004, se observó que seis países (la República Checa, Chipre, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia) se encontraban en situación de déficit excesivo. En todos los casos, salvo Chipre, las decisiones del Consejo permiten la corrección de esos déficit excesivos en el medio plazo, dado que concurren circunstancias especiales porque (i) el déficit de las Administraciones Públicas tras la adhesión a la UE se situaba muy por encima del valor de referencia y (ii) en el caso de la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia, el cambio estructural a una economía de mercado moderna orientada a los servicios, que acompañó el proceso de convergencia real, estaba todavía en marcha. El Reino Unido registró una ratio de

déficit por encima del valor de referencia del 3% tanto en el 2003 como en el 2004. El gran número de países que todavía se encuentra en una situación de déficit excesivo hace pensar en que se necesitará un compromiso político más firme para llevar a cabo las reformas estructurales y el saneamiento presupuestario.

Los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas mejoraron en diez de los trece Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en el 2004 y experimentaron un deterioro en los tres restantes (véase cuadro 8). La mejora de los saldos puede deberse principalmente a factores transitorios, así como al efecto positivo del ciclo económico. En la República Checa y Malta, países que registraron la mejora más acusada del saldo presupuestario, los factores transitorios influyeron significativamente en el aumento de los déficit en el 2003.

En el año 2004, la ratio de deuda en la mayoría de los nuevos Estados miembros se situó muy por debajo de la media de la zona del euro. Los ratios de deuda se redujeron en siete de los trece Estados miembros no pertenecientes a la zona

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

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas				Deuda bruta de las Administraciones Públicas			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
República Checa	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Dinamarca	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estonia	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Chipre	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Letonia	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Lituania	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Hungría	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Polonia	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Eslovenia	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Eslovaquia	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Suecia	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Reino Unido	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
UE-10 <sup>1)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
UE-13 <sup>2)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Zona del euro	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

1) El agregado UE-10 incluye los 10 nuevos Estados miembros de la UE.

2) El agregado UE-13 incluye los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

del euro, en consonancia con la mejora de los saldos presupuestarios. En los demás países, el incremento de la ratio de deuda se debió sobre todo a los bajos superávit primarios y a los ajustes entre déficit y deuda que se tradujeron en un incremento de esta última, es decir, a las variaciones de la deuda pública que no pueden explicarse por el déficit/superávit. Sólo Chipre y Malta siguieron registrando ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% del PIB.

En la mayoría de los países, la ejecución del presupuesto en el 2004 se saldó conforme a los objetivos de los programas de convergencia presentados en mayo de ese año o con mejores resultados. En varios países, la recaudación de ingresos fue más favorable de lo previsto. La ejecución del gasto siguió, en general, las sendas establecidas previamente. En Hungría se observaron señales de desviación con respecto a los objetivos del programa de convergencia de mayo del 2004. Además, algunos Gobiernos (por ejemplo, los de Estonia y Lituania) utilizaron parte del exceso de ingresos del 2004 para financiar gastos adicionales en vez de mejorar los saldos presupuestarios.

## EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

Por lo que se refiere a los saldos externos, Suecia y Dinamarca siguieron registrando abultados superávit por cuenta corriente en el 2004, mientras que el Reino Unido y la mayoría de los nuevos Estados miembros contabilizaron déficit por cuenta corriente que, en algunos países, fueron de gran cuantía (véase el cuadro 9). La única excepción fue Eslovenia, país que cuenta con un historial de equilibrio general de su balanza de pagos. Especialmente elevados fueron los déficit por cuenta corriente registrados en los Estados Bálticos y Hungría, que se situaron próximos o por encima del 10% del PIB, mientras que Eslovaquia y Polonia contabilizaron unos déficit más moderados, que se redujeron en los dos últimos años en comparación con los dos años anteriores.

En muchos de los nuevos Estados miembros, el aumento del déficit por cuenta corriente en el 2004 guardó relación con el fuerte crecimiento de las importaciones, consecuencia del vigor de la demanda interna y de los elevados precios del petróleo. Otros factores estructurales y transitorios han afectado también al saldo por cuenta corriente. Entre los primeros, cabe señalar que los déficit por cuenta corriente son una característica normal de las economías en proceso de

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

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente y cuenta de capital				Flujos netos de inversión directa extranjera			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
República Checa	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Dinamarca	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estonia	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Chipre	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Letonia	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Lituania	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Hungría	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Polonia	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Eslovenia	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Eslovaquia	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Suecia	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Reino Unido	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Zona del euro	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

1) Las cifras correspondientes al 2004 son medias móviles del período comprendido entre el cuarto trimestre del 2003 y el tercer trimestre del 2004, salvo en el caso de Chipre, cuya media móvil abarca el período comprendido entre el tercer trimestre del 2003 y el segundo del 2004.

convergencia, como es el caso de los nuevos Estados miembros. Si bien dichos déficit podrían ser señal de problemas con respecto a la viabilidad de las posiciones exteriores, en muchos de estos nuevos Estados miembros, los déficit por cuenta corriente se asocian también a un aumento del déficit de la balanza de rentas que refleja ganancias relacionadas con entradas de inversión directa extranjera en el pasado. Entre los factores transitorios, la cuenta corriente puede haberse visto afectada por el propio proceso de adhesión a la UE, ya que, por ejemplo, las empresas incrementaron sus existencias en previsión de aranceles más altos.

Considerando la financiación de la balanza de pagos, las entradas netas de inversión directa extranjera experimentaron una cierta recuperación en la mayoría de los nuevos Estados miembros de la UE en el 2004, tras la desaceleración del año anterior (véase el cuadro 9). De todos estos países, sólo Eslovenia registró una moderada salida neta de inversión directa extranjera en el 2004. Por lo que respecta a los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, Dinamarca y Suecia contabilizaron salidas netas de inversión directa extranjera en el mismo período, mientras que en el Reino Unido, la inversión directa extranjera en términos netos se tornó positiva tras registrarse lige-

ras salidas en los años anteriores. En general, en los últimos años, las entradas netas de inversión directa extranjera constituyeron una importante fuente de financiación para varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, aunque, en la mayoría de los casos, esas entradas no bastaron para financiar el déficit por cuenta corriente. Las entradas netas de inversiones de cartera y de «otras inversiones» aportaron la financiación adicional. Como resultado, también aumentó el endeudamiento externo de algunos países.

#### ASPECTOS RELATIVOS AL MTC II Y A LOS TIPOS DE CAMBIO

El 28 de junio de 2004, Estonia, Lituania y Eslovenia se unieron a Dinamarca en calidad de participantes en el MTC II, incorporándose al mecanismo con una banda de fluctuación estándar de  $\pm 15\%$ , en torno a sus paridades centrales frente al euro; mientras que Estonia y Lituania mantuvieron sus sistemas de *currency board* como compromiso unilateral. A fin de garantizar su correcta participación en el MTC II, los países se han comprometido firmemente a adoptar las medidas necesarias para mantener la estabilidad macroeconómica y cambiaria. En el recuadro 10 se presenta un resumen de las características del MTC II.

#### Recuadro 10

##### PRINCIPALES ELEMENTOS DEL MECANISMO DE TIPOS DE CAMBIO II

Con la introducción del euro el 1 de enero de 1999, el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II) sustituyó al Sistema Monetario Europeo (y a su componente de mecanismo de tipos de cambio) que había estado en vigor desde 1979. El MTC II es un acuerdo multilateral de paridades fijas pero ajustables, con tipos de cambio centrales bilaterales entre el euro y las monedas participantes y una banda de fluctuación estándar de  $\pm 15\%$  en torno a esos tipos centrales.

La participación en el MTC II durante un período mínimo de dos años sin tensiones graves antes del examen de la convergencia económica es un requisito para satisfacer el criterio de tipos de cambio, uno de los criterios de convergencia de Maastricht que hay que cumplir para poder adoptar el euro. El argumento económico en que se basa este requisito formal es que ayuda a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro a orientar sus políticas hacia la estabilidad y mejora las perspectivas de alcanzar una convergencia duradera de las variables fundamentales de la economía.

Esto refleja la idea de que la situación y las políticas económicas de los Estados miembros participantes han de ser compatibles con el mantenimiento de los tipos centrales establecidos. El objetivo global de este proceso es fomentar la estabilidad macroeconómica en los nuevos Estados miembros de la UE, contribuyendo así de la mejor manera posible al crecimiento sostenible y a la convergencia real. Además, unas políticas macroeconómicas sólidas y unos tipos de cambio estables favorecen el buen funcionamiento del mercado interno.

De acuerdo con el Consejo de Gobierno, el mecanismo, así como la orientación de las políticas exigida para participar en él, están diseñados para ayudar a los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro en sus esfuerzos para adoptar la moneda única y, al mismo tiempo, hacer frente a la compleja relación entre las variables fundamentales de la economía y la estabilidad de los tipos de cambio<sup>1</sup>.

El mecanismo prevé una serie de instrumentos que pueden combinarse para afrontar las presiones de los mercados: medidas que afectan a los tipos de interés, flexibilidad del tipo de cambio dentro de la banda de fluctuación, intervenciones y la posibilidad de proceder a reajustes del tipo central.

Desde el punto de vista operativo, las decisiones que afectan a los tipos centrales y a la banda de fluctuación estándar se adoptan por mutuo acuerdo de los ministros de cada uno de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y los gobernadores de bancos centrales de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que participan en el mecanismo. El Consejo General es el encargado de supervisar el funcionamiento del MTC II y actúa como foro de cooperación monetaria y cambiaria. El Consejo realiza permanentemente un estrecho seguimiento de la viabilidad de los tipos de cambios bilaterales entre cada una de las monedas participantes y el euro.

<sup>1</sup> Véase también el documento titulado «Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», 18 de diciembre de 2003.

La participación en el MTC II no ha traído consigo tensiones en los mercados de divisas de ninguno de los países que lo integran. Las cuatro monedas del MTC II han cotizado continuamente al tipo de cambio central o en un intervalo muy próximo, mientras que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo frente a la zona del euro han sido reducidos en la mayoría de los países (véase el cuadro 10). En el contexto de la incorporación al MTC II, la Banka Slovenije puso fin a la gradual depreciación tendencial del tólar esloveno frente al euro.

La mayoría de las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron un fortalecimiento frente al euro en el 2004 y también una acusada aprecia-

ción en base a su ponderación por el comercio exterior. El debilitamiento del euro fue particularmente pronunciado frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros más grandes en un entorno de favorables perspectivas de crecimiento para estos países (véase el gráfico 32). El zloty polaco fue la moneda que más se apreció frente al euro en el 2004, seguido de la corona checa, la corona eslovaca y el forint húngaro. Por el contrario, el lats letón, que en ese año estaba vinculado parcialmente al dólar estadounidense a través de su régimen cambiario, se depreció frente al euro. Desde comienzos del 2005, Letonia ha cambiado de moneda de referencia, sustituyendo la cesta de monedas de derechos especiales de giro (DEG) por el euro al cambio de 0,702804 lats por euro. Desde que se produjo el cambio, el lats ha fluctuado

## Cuadro 10 Evolución en el MTC II

(en puntos porcentuales)

	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Desviación máxima de la paridad central en el MTC II <sup>1)</sup></b> (media móvil de diez días de datos de días hábiles)				
Al alza	+0,5	0,0	0,0	0,0
A la baja	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Diferencial de tipos de interés a corto plazo</b> (datos mensuales, promedio)				
Cuarto trimestre del 2004	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Para Estonia, Lituania y Eslovenia el período de referencia abarca desde el 28 de junio hasta el 24 de febrero de 2005. Para Dinamarca el período de referencia abarca desde el 1 de noviembre de 2002 hasta el 24 de febrero de 2005.

dentro de una banda estrecha en torno a su paridad frente al euro. La corona sueca, la lira maltesa y la libra chipriota se mantuvieron relativamente estables frente al euro. La libra esterlina se apreció ligeramente frente al euro a principios del 2004 en un contexto de perspectivas favorables para la economía del Reino Unido y de subida de los tipos de interés. Sin embargo, en el segundo semestre del año se depreció frente al euro.

### POLÍTICA MONETARIA

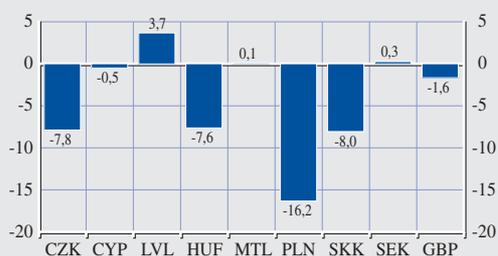
El objetivo primordial de la política monetaria en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. Las estrategias difieren sensiblemente de unos países a otros, como consecuencia de su heterogeneidad en términos nominales,

reales y estructurales (véase el cuadro 11). En el año 2004, la política monetaria y los regímenes cambiarios de estos Estados se mantuvieron, en gran medida, sin cambios, aunque se introdujeron algunas mejoras en el marco de política monetaria de algunos de ellos a fin de orientar más esta política hacia la futura integración monetaria. Concretamente, Estonia, Lituania y Eslovenia se incorporaron al MTC II el 28 de junio de 2004. Además, en Letonia, el 1 de enero de 2005 la Latvijas Banka sustituyó el DEG por el euro como moneda a la que vincular el lats.

Por lo que respecta a las decisiones de política monetaria en el 2004 en los países con un objetivo de tipo de cambio, el Banco Central de Chipre elevó el tipo de interés oficial en 100 puntos básicos hasta el 5,5%, enviando así una señal de apoyo a la libra chipriota en un clima de rumores de devaluación. Además, se aplicaron a los depósitos en moneda extranjera unas reservas mínimas obligatorias del 2%. En Letonia, el banco central elevó el tipo de interés oficial en 100 puntos básicos hasta el 4%. Para contener los riesgos derivados del fuerte crecimiento económico, la vigorosa expansión del crédito y el aumento del déficit por cuenta corriente, el banco central decidió asimismo incrementar las reservas mínimas obligatorias del 3% al 4% y ampliar la base de dichas reservas, incluyendo los pasivos bancarios frente a los bancos extranjeros y los bancos centrales extranjeros a plazo o disponibles con preaviso hasta dos años. En

**Gráfico 32 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II**

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Un signo positivo (negativo) representa una apreciación (depreciación) del euro. Las variaciones se refieren al período comprendido entre el 2 de enero de 2004 y el 24 de febrero de 2005.

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

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo de inflación: Del 2% al 4% al final del 2005; a partir de entonces, 3% ( $\pm 1$ punto porcentual). Estrategia de tipo de cambio: flotación (controlada).
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Chipre	Objetivo de tipo de cambio	Libra chipriota	Vinculado al euro con una paridad central de 0,5853 libras chipriotas por euro y con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ . La libra chipriota ha fluctuado de facto dentro de una banda estrecha.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Desde febrero de 1994, vinculado al DEG (ponderación del euro del 36,4%) con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ . Desde el 1 de enero de 2005, vinculado al euro con una paridad central de 0,702804 lats por euro y una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ .
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Lita lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 3,4528 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación con restricciones de tipo de cambio	Forint húngaro	Tipo de cambio: vinculado al euro con una paridad central de 282,36 forint por euro y una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ . Objetivo de inflación: 3,5% ( $\pm 1$ punto porcentual) al final del 2004, 4% ( $\pm 1$ punto porcentual) al final del 2005 y 3,5% ( $\pm 1$ punto porcentual) al final del 2006.
Malta	Objetivo de tipo de cambio	Lira maltesa	Vinculada a una cesta de monedas compuesta por el euro (70%), la libra esterlina (20%) y el dólar estadounidense (10%). Sin banda de fluctuación, pero con un margen de negociación de $\pm 0,25\%$ en las operaciones en los mercados de divisas.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, $\pm 1$ punto porcentual, que es la variación interanual del IPC, a partir del 2004. Régimen cambiario de flotación libre.
Eslovenia	Estrategia, basada en dos pilares, de seguimiento de indicadores monetarios, reales, externos y financieros de la situación macroeconómica.	Tólar esloveno	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 239,640 tólares por euro.
Eslovaquia	Combinación de objetivo de inflación y flotación controlada <sup>1)</sup>	Corona eslovaca	Objetivo de inflación: A corto plazo, objetivo de inflación del 3,5% ( $\pm 0,5$ puntos porcentuales) al final del 2005. El objetivo de inflación para el período 2006-2008 se ha fijado por debajo del 2,5% para el final del 2006 y por debajo del 2% para el final del 2007 y después. Estrategia de tipo de cambio: flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de $\pm 1$ punto porcentual. Régimen cambiario de flotación controlada.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC <sup>2)</sup> . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Gobernador del Banco de Inglaterra debe dirigir una carta abierta al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

1) En palabras textuales del Národná banka Slovenka, «objetivo de inflación en las condiciones del MTC II».

2) El IPC es idéntico al IAPC.

Malta, el tipo de interés oficial se mantuvo sin cambios en el 3% durante todo el año 2004.

Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que aplican objetivos de inflación, la República Checa y Polonia aumentaron los tipos de interés en el 2004 para frenar las presiones inflacionistas y limitar los posibles efectos indirectos de un incremento de las tasas de inflación. El tipo de interés oficial se elevó 50 puntos básicos en la República Checa, hasta situarlo en el 2,5%, –aunque se redujo hasta el 2,25% en enero del 2005–, y 125 puntos básicos en Polonia, hasta el 6,5%. En el Reino Unido, el tipo repo se incrementó 100 puntos básicos, hasta el 4,75%, debido sobre todo al empeoramiento de las perspectivas de la inflación medida por el IPC. Por el contrario, en Hungría, que aplica un objetivo de inflación combinado con restricciones de tipo de cambio, se redujeron los tipos de interés 300 puntos básicos, hasta el 9,5%, en el 2004 y hasta el 8,25% en febrero del 2005. Con los recortes graduales de los tipos de interés realizados a lo largo del 2004 se revirtió la subida extraordinaria de 300 puntos básicos que se produjo en noviembre del 2003, tras un súbito deterioro de la confianza de los inversores. Varios factores hicieron posible esa reversión: una percepción más favorable de los riesgos a corto plazo, una mejora de las perspectivas de inflación y la relativa moderación del crecimiento de los salarios en el sector privado. En Eslovaquia, las presiones alcistas sobre la corona motivaron, en gran medida, una reducción del tipo de interés oficial de 200 puntos básicos, hasta el 4%. En Suecia, las limitadas presiones inflacionistas contribuyeron a la reducción de los tipos de interés en 75 puntos básicos, hasta el 2%.

### EVOLUCIÓN FINANCIERA

En el año 2004, la evolución del rendimiento de los bonos a largo plazo en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue un tanto desigual. Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, que se utiliza como referencia, aumentaron en Chipre, la República Checa y Polonia, pero hacia finales de año

comenzaron de nuevo a bajar. Como resultado, los diferenciales del rendimiento de los bonos respecto a la zona del euro se incrementaron en esos países. En Hungría, el rendimiento de los bonos a largo plazo fue relativamente volátil, observándose una tendencia a la baja en el segundo semestre del 2004, mientras que en Letonia, Lituania, Eslovenia y Eslovaquia, los tipos de interés a largo plazo continuaron descendiendo a lo largo del año, reduciéndose el diferencial respecto a la zona del euro, especialmente en los países que participan en el MTC II. En Malta, los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron estables, mientras que en Dinamarca, Suecia y el Reino Unido siguieron una trayectoria paralela a la de los tipos de la zona del euro, como indica la estabilidad de los diferenciales de rendimiento de los bonos<sup>5</sup>.

Los mercados de renta variable de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro siguieron registrando resultados favorables en el 2004, llegando a alcanzar algunos índices bursátiles (especialmente en la mayoría de los nuevos Estados miembros) máximos históricos, al tiempo que se lograban aumentos anuales del orden del 20% al 80%. En todos los nuevos Estados miembros, con la excepción de Chipre, los mercados de renta variable tuvieron una evolución destacada, superándose creces las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX. En Dinamarca, Suecia y Reino Unido, la evolución de los mercados bursátiles mantuvo una trayectoria prácticamente paralela a la de dicho índice, si bien cabe señalar que los dos primeros países superaron ligeramente el índice de referencia de la zona del euro, mientras que el Reino Unido quedó ligeramente por debajo.

<sup>5</sup> Estonia no cuenta con un mercado desarrollado de valores de renta fija a largo plazo denominados en moneda nacional. Un indicador sustitutivo de los tipos de interés a largo plazo en este país, elaborado conjuntamente por la Comisión Europea, el BCE y el Eesti Pank, basado en una media ponderada de los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo a más de cinco años denominadas en moneda nacional, muestra una tendencia descendente durante el año 2004.



**Artista**  
Isa Dahl  
**Título**  
«eben still», 2004  
**Técnica**  
Óleo sobre lienzo  
**Tamaño**  
190 cm  
© VG-Bild-Kunst, Bonn 2005



## **CAPÍTULO 2**

# **OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL**

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

## 1.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La función operativa fundamental del Eurosistema es la ejecución de la política monetaria. A estos efectos, el Eurosistema cuenta con un marco operativo que comprende tres categorías de instrumentos: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y el sistema de reservas mínimas. Todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de garantizarse con activos adecuados proporcionados por las entidades de contrapartida<sup>1</sup>. En el 2004, el Eurosistema adoptó importantes medidas encaminadas al establecimiento de una lista única de activos de garantía.

### EXPERIENCIA INICIAL CON EL NUEVO MARCO DE EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el año 2004, el marco operativo siguió funcionando correctamente, proporcionando estabilidad a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y una clara señalización de la orientación de la política monetaria. Con el fin de mejorar la ejecución de la política monetaria, el 9 de marzo de 2004 entraron en vigor dos cambios significativos.

- El calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se modificó de forma que estos períodos comiencen siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto adoptar la decisión mensual relativa a la orientación de la política monetaria. Anteriormente, los períodos de mantenimiento de reservas empezaban el día 24 de cada mes y terminaban el día 23 del mes siguiente, con independencia del calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. De forma complementaria, en la actualidad las variaciones en los tipos de interés de las facilidades permanentes se aplican, por regla general, el primer día del nuevo período de mantenimiento de reservas. Previamente, estos cambios entraban en vigor el día siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno.

- El plazo de las OPF se redujo de dos a una semana. Este cambio, junto con los mencionados anteriormente, implica que las OPF liquidadas en un período de mantenimiento de reservas ya no se solapan con el siguiente período.

Estos cambios tenían por objeto hacer coincidir el período de mantenimiento de reservas con el ciclo de toma de decisiones sobre los tipos de interés, con lo que se garantiza que, en general, las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE sólo entren en vigor al comienzo del período de mantenimiento siguiente. Con ello, el BCE pretende eliminar las expectativas de variación de estos tipos de interés durante un determinado período de mantenimiento de reservas, contribuyendo así a estabilizar el comportamiento de los participantes en las OPF. Anteriormente, estas expectativas habían desestabilizado, en ocasiones, dicho comportamiento. En particular, cuando existían expectativas de reducción inminente de los tipos de interés, las entidades de contrapartida pujaban por una cantidad de liquidez menor que la que el BCE pretendía adjudicar. Este fenómeno, conocido como insuficiencia de pujas, reflejaba el intento de las entidades de contrapartida de cumplir sus exigencias de reservas al menor coste posible, es decir, después de una posible reducción de los tipos de interés.

Por otra parte, se mejoró la información dirigida a las entidades de contrapartida. El BCE sigue publicando, los días de anuncio de las OPF, las previsiones de los factores autónomos de liquidez que no se encuentran bajo control directo de la gestión de liquidez del BCE, tales como los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y los activos exteriores netos. Además, el BCE ha empezado a publicar una previsión actualizada el día de la adjudicación. En la actualidad, el BCE da también a conocer la adjudicación de referencia

1 Puede encontrarse una descripción detallada del marco operativo en la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero del 2005.

tanto el día del anuncio como el día de la adjudicación de estas operaciones. La adjudicación de referencia es el importe que, de adjudicarse, permitiría al sistema bancario de la zona del euro en su conjunto cumplir sin dificultades sus exigencias de reservas, dadas las previsiones completas de liquidez del Eurosistema, esto es, incluidos los factores autónomos y el exceso de reservas. La información adicional aclara expresamente al mercado si las decisiones de adjudicación del BCE en las OPF pretenden lograr una situación equilibrada de liquidez o no.

Los cambios mencionados se llevaron a cabo sin mayores problemas. La reducción del plazo de las OPF de dos a una semana y la eliminación del solapamiento entre las operaciones tuvieron como efecto inmediato la duplicación del importe de cada OPF. Las entidades de contrapartida adaptaron con prontitud su comportamiento al gran incremento del importe medio adjudicado, aunque en la tercera OPF con vencimiento a una semana el importe total de las pujas presentadas fue inferior en 5 mm de euros a la adjudicación de referencia. Desde entonces, el importe total solicitado en las OPF aumentó rápidamente hasta niveles constantemente por encima del importe adjudicado, alcanzando, en noviembre del 2004, un máximo histórico cercano a los 384 mm de euros (véase gráfico 33). En conjunto, la ratio de cobertura de las pujas, que es la relación entre el importe solicitado y el importe adjudicado, ha sido prácticamente estable, manteniéndose entre 1,20 y 1,50 desde marzo del 2004. La fácil adaptación de los volúmenes solicitados por los participantes en el mercado indica también que las entidades de crédito se han acomodado bien a la elevada rotación de activos de garantía que conlleva la reducción del plazo de vencimiento de las OPF.

Desde la entrada en vigor de los cambios en el marco operativo, las fluctuaciones a corto plazo del importe adjudicado han disminuido. Entre junio del 2000 y marzo del 2004, la media de la variación semanal en el importe adjudicado era de 33 mm de euros, mientras que esta cifra cayó a 7 mm de euros en el período transcurrido entre la introducción de los cambios y diciembre del

**Gráfico 33 Importes solicitados y adjudicados en las OPF semanales en el 2004**



2004. Esta disminución puede atribuirse al hecho de que, actualmente, el plazo de vencimiento de la OPF coincide siempre con el horizonte temporal del objetivo de liquidez fijado por el BCE para la adjudicación. Asimismo, la reducción de las fluctuaciones a corto plazo del importe adjudicado ha contribuido a la estabilización del comportamiento de las entidades de crédito en las OPF.

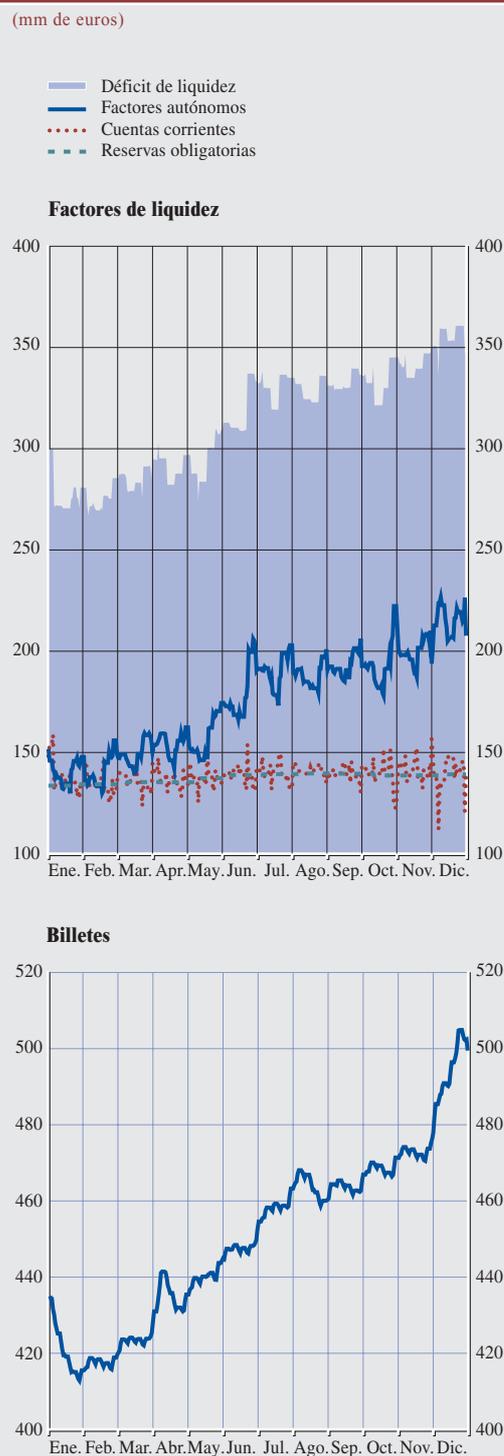
En las OPF pueden participar unas 2.100 entidades de crédito de la zona del euro. El promedio de entidades participantes en las OPF aumentó desde 266 en el 2003 a 339 en el 2004, con lo que se invirtió la tendencia a la baja observada desde 1999. En el período comprendido entre marzo y diciembre del 2004, es decir, desde la introducción de los cambios en el marco operativo, el promedio de entidades participantes se elevó a 351. Es probable que este incremento sea resultado, en gran medida, de la reducción del plazo de vencimiento de las OPF de dos a una semana. En efecto, como consecuencia de este cambio, para satisfacer sus necesidades de liquidez, las entidades de crédito ahora necesitan presentar una puja cada semana en lugar de cada dos semanas. Sin embargo, es posible que la mayor transparencia y la sencillez del nuevo marco hayan facilitado la preparación de las pujas por parte de las entidades de

contrapartida, favoreciendo así un aumento de la participación en las subastas.

En conjunto, la volatilidad del EONIA disminuyó en el 2004. La desviación típica del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las OPF fue de 9 puntos básicos en el 2004, frente a 16 puntos básicos en el 2003 y 13 puntos básicos en el 2002. Sin embargo, se ha observado una acusada volatilidad en el diferencial tras la liquidación de la última OPF de algunos períodos de mantenimiento de reservas. Ello se debe a que, actualmente, la adjudicación de la última OPF tiene habitualmente lugar ocho días antes del final del período de mantenimiento, mientras que, anteriormente, la fecha de la última adjudicación variaba cada mes y se realizaba entre ocho y dos días antes del final del período. Cuanto más cercana al final del período de mantenimiento de reservas sea la previsión, más precisa será. Por consiguiente, los cambios en el marco han aumentado la probabilidad de que se produzcan desequilibrios sustanciales de liquidez tras la adjudicación de la última OPF de un período de mantenimiento y, por tanto, de que el tipo de interés a un día se desvíe antes, y de forma más significativa, del tipo mínimo de puja que en el pasado.

La nueva política de comunicación del BCE contribuye a mitigar, en cierta medida, este riesgo, al facilitar a los participantes en el mercado la detección de un determinado desequilibrio de liquidez desde la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento de reservas. Sin embargo, se ha apreciado alguna evidencia, especialmente durante el otoño del 2004, de que la excesiva volatilidad del tipo de interés a un día al final del período de mantenimiento puede tener un efecto algo perturbador sobre el buen funcionamiento del mercado monetario. En respuesta a estas circunstancias y en consonancia con su política tendente a establecer una situación neutral de liquidez en el mercado a un día, el BCE llevó a cabo unas operaciones de ajuste el último día del período de mantenimiento de reservas en cinco ocasiones, a fin de compensar los indeseables desequilibrios de liquidez esperados, derivados, en gran

**Gráfico 34 Factores de liquidez y evolución de los billetes en la zona del euro en el 2004**



parte, de cambios en las previsiones de los factores autónomos realizadas por el Eurosistema. Dos operaciones se efectuaron para absorber liquidez (11 de mayo y 7 de diciembre de 2004) y tres se realizaron para inyectar liquidez (8 de noviembre de 2004, 18 de enero y 7 de febrero de 2005). Estas operaciones lograron restablecer una situación neutral de liquidez al final de los respectivos períodos de mantenimiento de reservas.

Los cambios introducidos en el marco operativo también tuvieron implicaciones para la ejecución de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML). A fin de alterar lo menos posible el calendario de las OFPML, se ha eliminado la vinculación técnica entre los períodos de mantenimiento de reservas y los días de adjudicación de tales subastas. Desde el 26 de febrero de 2004, las OFPML se adjudican normalmente el último miércoles del mes (en lugar del primer miércoles del período de mantenimiento). Al contrario que las OPF, las OFPML,

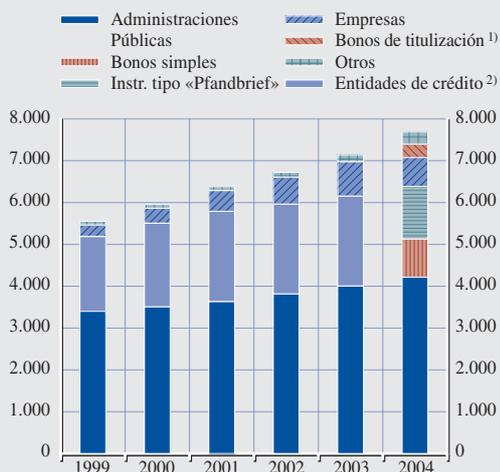
que tienen una periodicidad mensual y un vencimiento habitual de tres meses, no se utilizan para señalar la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno y se instrumentan mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto, con un importe de adjudicación previamente anunciado. En promedio, en el 2004 las OFPML representaron el 23% de la liquidez neta total suministrada por medio de operaciones de mercado abierto. Teniendo en cuenta el aumento previsto de las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, el importe de adjudicación en las OFPML se incrementó desde 20 a 25 mm de euros en enero del 2004 y desde 25 a 30 mm de euros en enero del 2005.

#### EVOLUCIÓN DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ

Con el fin de preparar las subastas semanales, el BCE realiza una evaluación diaria de las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, que se definen como la suma de las reservas obligatorias exigidas a las enti-

**Gráfico 35 Activos de garantía negociables**

(saldo vivo nominal, mm des euros)



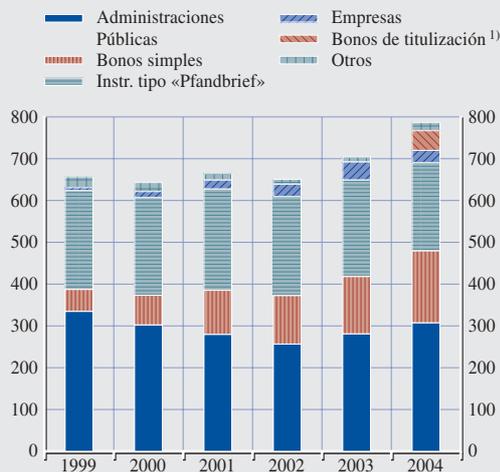
Fuente: BCE.

1) Sólo se dispone de datos por separado sobre bonos de titulación a partir del 2004, porque anteriormente estaban incluidos en la categoría de empresas.

2) Esta categoría comprende los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y los bonos simples, emitidos ambos por entidades de crédito.

**Gráfico 36 Utilización de activos de garantía negociables**

(saldo vivo nominal, mm des euros)



Fuente: BCE.

1) Sólo se dispone de datos por separado sobre bonos de titulación a partir del 2004, porque anteriormente estaban incluidos en la categoría de empresas.

dades de crédito, el exceso de reservas (saldos en cuentas corrientes de las entidades por encima de las exigencias de reservas) y los factores autónomos netos. En el 2004, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron, en promedio, a 311,8 mm de euros, lo que supuso un incremento del 30% en relación con el 2003, año en el que se situaron en 241,5 mm de euros (véase la parte superior del gráfico 34).

En el 2004, los factores autónomos netos siguieron aumentando considerablemente, con un promedio de 174,2 mm de euros, frente a 109,3 mm de euros en el 2003. Este fuerte incremento fue resultado, en su totalidad, de un sostenido y pronunciado aumento de los billetes en circulación, que en el 2004 crecieron casi un 15% en tasa de variación interanual hasta alcanzar un máximo histórico de 505 mm de euros el 24 de diciembre de ese año (véase la parte inferior del gráfico 34).

Las reservas mínimas que las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener en el Eurosistema se calculan aplicando el coeficiente de reservas del 2% a la base de reservas de las entidades. En el 2004, las reservas obligatorias representaron el 44% de las necesidades totales de liquidez del sistema bancario de la zona del euro. En línea con la expansión de la base de reservas, el nivel medio de las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito de la zona del euro ascendió desde 130,9 mm de euros en el 2003 a 136,5 mm de euros en el 2004. Los saldos mantenidos por las entidades de crédito en cuentas corrientes en el Eurosistema por encima de sus exigencias medias de reservas se situaron, en promedio, en 0,6 mm de euros en el 2004, en comparación con 0,7 mm de euros en el 2003.

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

Para evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas, todas sus operaciones de crédito han de efectuarse con garantías adecuadas. Los activos aceptados como garantía incluyen un gran número de instrumentos distintos que se divi-

den en dos listas. La lista «uno», que incluye la mayor parte de los activos de garantía, está formada por instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección especificados para el conjunto de la zona del euro. La lista «dos» está compuesta por activos adicionales, negociables y no negociables, que han sido de especial importancia para los distintos mercados financieros y sistemas bancarios nacionales.

El importe total de los activos negociables admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema se situó en 7,7 billones de euros a finales del 2004, frente a 7,1 billones de euros a finales del 2003 (véase gráfico 35). Los activos negociables fueron, en su mayor parte, deuda pública (54%) o instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y bonos simples, emitidos ambos por entidades de crédito (28%). Además, se observó un gran crecimiento de los bonos de titulización, que representaron el 5% del saldo vivo de activos de garantía negociables a finales del 2004. El importe total de los activos negociables presentados como garantía por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema se situó en 787 mm de euros a finales del 2004, frente a 704 mm de euros a finales del 2003 (véase gráfico 36). En relación con la composición del total de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, el uso de deuda pública y de las obligaciones de empresa fue menos que proporcional. Por el contrario, la utilización de instrumentos emitidos por las entidades de crédito y de bonos de titulización fue más que proporcional. En la sección 2 del presente capítulo se proporciona información sobre la utilización transfronteriza de los activos de garantía.

#### **HACIA UNA LISTA ÚNICA DE ACTIVOS DE GARANTÍA**

El presente sistema de dos listas de activos de garantía ha contribuido al buen funcionamiento del marco operativo del Eurosistema en sus primeros años de existencia. Sin embargo, en un contexto de creciente integración de los mercados financieros de la zona del euro, la hetero-



geneidad de los activos incluidos en la lista «dos» de los distintos BCN de la zona podría no garantizar un trato equitativo a las entidades de contrapartida y menoscabar la transparencia del sistema de garantías. Por otro lado, la demanda de activos de garantía está creciendo, debido, especialmente, al mayor déficit de liquidez que presentó el sistema bancario en el transcurso del 2004. Asimismo, la necesidad de activos de garantía de las entidades de contrapartida también se ha visto incrementada por la tendencia hacia los préstamos garantizados observada en los mercados interbancarios privados.

Para solventar estos problemas, el Eurosistema decidió establecer una lista única de activos de garantía admitidos en todas sus operaciones de crédito, teniendo en cuenta los resultados de una consulta pública que realizó a estos efectos. Esta lista única se implantará gradualmente y sustituirá, en última instancia, el sistema actual de dos listas. La primera medida para el establecimiento de una lista única entrará en vigor el 30 de mayo de 2005 y constará de los tres elementos siguientes:

- La inclusión en la lista «uno» de nuevos instrumentos actualmente no admitidos, en concreto, los instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos por entidades establecidas en países del G10 no pertenecientes al Espacio Económico Europeo (Estados Unidos, Canadá, Japón y Suiza).
- Los instrumentos de renta fija que sólo están registrados o cotizan en mercados no regulados serán o seguirán siendo admitidos, si el respectivo mercado no regulado ha sido

evaluado favorablemente por el Eurosistema en relación con los tres estándares de seguridad, transparencia y facilidad de acceso. Estos estándares se han establecido con objeto de ampliar el número de mercados aceptados y permitir, al mismo tiempo, una evaluación fluida y eficiente de los activos de garantía del Eurosistema.

- Un número muy limitado de instrumentos negociables dejarán de ser admitidos y se eliminarán gradualmente. Además, las acciones han sido excluidas de la lista «dos» de activos.

Como segunda medida para el establecimiento de una lista única de activos de garantía, el Consejo de Gobierno aprobó, en principio, la inclusión en la lista única de los préstamos bancarios de todos los países de la zona del euro, así como de los instrumentos de renta fija al por menor con garantía hipotecaria y no negociables, que sólo comprenden en la actualidad los pagarés hipotecarios irlandeses. La principal razón por la que se admiten los préstamos bancarios es que, pese a la importancia creciente de los mercados de capitales, el sistema financiero de la zona del euro se basa todavía, en gran medida, en la intermediación bancaria, por lo que los préstamos bancarios siguen siendo la principal clase de activos del balance de las entidades de crédito. Al admitir los préstamos bancarios como activos de garantía, el Eurosistema reafirma su deseo de garantizar a las entidades de contrapartida un amplio acceso a las operaciones de política monetaria y de crédito intradía.

## GESTIÓN DE RIESGOS

En el contexto de las operaciones de política monetaria o de sistemas de pago del Eurosistema, la gestión de riesgos se centra, fundamentalmente, en el riesgo de crédito en el que incurre el Eurosistema al proporcionar fondos del banco central a una entidad de contrapartida, aunque también se tienen en cuenta otras clases de riesgos.

En el 2004 se analizó detenidamente la inclusión de los préstamos bancarios en la lista única de activos de garantía. Dado que, con frecuencia, no se dispone de una calificación crediticia, habrá que recurrir a fuentes alternativas de evaluación de la calidad crediticia de los préstamos bancarios. Si bien los BCN que aceptan ya los préstamos bancarios como activos de garantía de la lista «dos» han establecido sistemas internos de evaluación del crédito, una vez que se incluyan los préstamos bancarios en la lista única válida para el conjunto del Eurosistema, será necesario disponer de fuentes adicionales de evaluación del crédito para estos préstamos. Uno de los grandes retos para los próximos años será desarrollar e implantar en el Eurosistema un sistema de evaluación del crédito uniforme y eficiente para los activos negociables y, especialmente, para los activos no negociables.

## I.2 OPERACIONES EN DIVISAS

En el 2004, el BCE no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas. Sus operaciones en divisas estuvieron exclusivamente relacionadas con las actividades de inversión. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II.

El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar, por cuenta del BCE, operaciones de derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG, se activó en cuatro ocasiones en el 2004.

## I.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

### GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE está compuesta por las aportaciones en reservas exteriores de los BCN de la zona del euro y tiene por objeto financiar las operaciones del BCE en el mercado de divisas. En particular, el BCE mantiene la parte de reservas del Eurosistema que se puede utilizar directamente y sin demora para financiar las intervenciones en divisas. Asimismo, el BCE puede solicitar también reservas exteriores adicionales de los BCN para reponer sus reservas si éstas se han agotado.

Las reservas exteriores del BCE se componen, principalmente, de dólares estadounidenses, pero también de yenes japoneses, oro y DEG. Los activos en oro del BCE no fueron gestionados activamente en el 2004, de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, renovado el 8 de marzo de 2004. Los activos exteriores netos del BCE disminuyeron desde 38,3 mm de euros a 36,3 mm de euros en el 2004, como resultado, fundamentalmente, de la depreciación del dólar estadounidense frente al euro.

Cada BCN de la zona del euro gestiona actualmente una parte de las carteras en dólares estadounidenses y en yenes del BCE. El Eurosistema revisó esta estructura en el 2004, con el objetivo de conservar su eficacia, especialmente con vistas a la futura ampliación de la zona del euro. El nuevo sistema, que está próximo a su finalización, entrará en funcionamiento en el 2006 y supondrá la especialización de los miembros del Eurosistema según la moneda en la que están denominadas las carteras gestionadas, respetando el principio de descentralización.

En el 2004 se iniciaron los trabajos para ampliar el ámbito de las inversiones a los swaps de tipos de interés, los instrumentos con cobertura de

divisas y los STRIP<sup>2</sup> de Estados Unidos. Además, los modelos de previsión cuantitativa del rendimiento de la deuda pública aumentaron la complejidad del análisis de la evolución del mercado. Por último, se diseñó un ejercicio piloto, que deberá empezar en el 2005, con vistas a establecer un programa automático de préstamo de valores en la cartera de dólares estadounidenses.

con vistas a la futura ampliación de la zona del euro.

### GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE, que comprende la parte desembolsada del capital suscrito y el fondo general de reserva, tiene por objeto proporcionar a esta institución un fondo de reserva para hacer frente a posibles pérdidas. El objetivo de la gestión de esta cartera es generar un rendimiento que supere, en el largo plazo, el tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación del BCE. En el 2004 se ampliaron las opciones de inversión de la cartera de recursos propios, con la inclusión de valores de renta fija denominados en euros emitidos por algunos de los nuevos Estados miembros, de algunos valores emitidos por administraciones regionales de la zona del euro y de más instrumentos tipo Pfandbrief.

En el 2004, la cartera de recursos propios del BCE registró un aumento de 0,3 mm de euros, situándose en 6,2 mm de euros. En particular, la parte desembolsada del capital se incrementó en 63,5 millones de euros, como consecuencia de los cambios en la clave de capital del BCE, tras la ampliación de la UE .

### GESTIÓN DE RIESGOS

En la gestión de sus carteras de inversión (reservas exteriores y recursos propios), el BCE está expuesto a riesgos financieros. Para hacer frente a esta exposición, el BCE cuenta con un sistema de gestión de riesgos que refleja sus preferencias en materia de riesgos de crédito, de liquidez y de mercado. Este sistema se instrumenta, entre otras cosas, mediante la aplicación de un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila y comprueba diariamente. En el 2004 se estudió la manera de simplificar el sistema relativo a los riesgos de crédito y de mercado,

2 STRIP, acrónimo de «Separate Trading of Registered Interest and Principal» (negociación separada de intereses y principal), es un valor segregado creado para separar el principal de los intereses de un bono estadounidense.

## 2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los mecanismos de liquidación de pagos y de valores, junto con la vigilancia, constituyen el principal instrumento a través del cual el Eurosistema cumple su función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. A este fin, el Eurosistema ha creado TARGET, un sistema automatizado trans-europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real de grandes pagos en euros. En los últimos años, se han introducido diversas mejoras en el sistema, y se sigue trabajando en él para desarrollar una segunda generación del sistema, que se denominará TARGET2. Por lo que se refiere a la liquidación de valores, el Eurosistema y el mercado proporcionan varios sistemas que facilitan el uso transfronterizo de los activos de garantía.

### 2.1 EL SISTEMA TARGET

El sistema TARGET actual es un «sistema de sistemas» integrado por los sistemas de pago nacionales de los 15 países que formaban parte de la UE en el momento en que se produjo la implantación de TARGET, el mecanismo de pagos del BCE y un mecanismo de interconexión que permite procesar pagos entre los sistemas conectados. En el 2004, TARGET siguió contribuyendo a la integración del mercado monetario de la zona del euro y, al ser el sistema a través del cual se procesan las operaciones de crédito del Eurosistema, continuó desempeñando un papel importante en la correcta ejecución de la política monetaria única. Además, a través de TARGET se procesan otra serie de pagos, debido a su extensa cobertura del mercado y a que ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero del banco central.

En el 2004, el funcionamiento de TARGET fue fluido y satisfactorio, manteniéndose la tendencia de procesar un número creciente de grandes pagos en euros, en consonancia con el objetivo del Eurosistema de promover la liquidación en dinero del banco central como medio de pago especialmente seguro. En este año, el 88% del total de grandes pagos en euros se procesó a través de TARGET. Este sistema puede utilizarse

para todas las transferencias en euros que se realicen entre entidades de crédito situadas en cualquiera de los Estados miembros cuyos BCN estén conectados, directa o indirectamente, con TARGET. Estas transferencias pueden efectuarse entre entidades de un mismo Estado miembro (pagos intra-Estado miembro) y de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros). La última encuesta, efectuada en el año 2004, puso de manifiesto que TARGET contaba con 10.483 participantes, aproximadamente el triple que en el 2002, como consecuencia, principalmente, de la introducción de una nueva tecnología para definir los participantes en el sistema. En total, y mediante el código de identificación bancaria (BIC), a través de TARGET puede accederse a unas 48.500 entidades, en especial sucursales de participantes.

### OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET

En el 2004, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 267.234, por un importe total de 1.714 mm de euros, lo que supuso un aumento con respecto al 2003 del 2% en cuanto al número de operaciones y del 4% en cuanto a su importe.

En el año 2004, los pagos entre Estados miembros representaron el 24% del número de operaciones procesadas y el 33% de su importe, frente al 23% y al 33%, respectivamente, en el 2003. Del total de pagos entre Estados miembros, el 49% de ellos fueron pagos interbancarios, lo que supuso un 95% en términos de importes, siendo los demás pagos de clientes. El importe medio de un pago interbancario entre Estados miembros fue de 17 millones de euros, mientras que en el caso de los pagos de clientes fue de 0,8 millones. Para más información sobre el flujo de pagos, véase el cuadro 12.

En el 2004, la disponibilidad total de TARGET, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar TARGET sin incidencias durante el horario de funcionamiento del sistema, alcanzó el 99,81%. En promedio, el 95,87% de los pagos entre Estados miembros fue procesado en cinco minutos. Para más información, véase el cuadro 13.

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

Número de operaciones	2003	2004	Variación (%)
<b>Pagos totales</b>			
Total	66.608.000	69.213.486	4
Media diaria	261.208	267.234	2
<b>Pagos intra-Estado miembro</b>			
Total	51.354.924	52.368.115	2
Media diaria	201.392	202.193	0
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	15.253.076	16.845.371	10
Media diaria	59.816	65.040	9
<b>Importe (mm de euros)</b>			
<b>Pagos totales</b>			
Total	420.749	443.992	6
Media diaria	1.650	1.714	4
<b>Pagos intra-Estado miembro</b>			
Total	283.871	297.856	5
Media diaria	1.113	1.150	3
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	136.878	146.137	7
Media diaria	537	564	5

Fuente: BCE.

1) Los días operativos fueron 255 en el 2003, y 259 en el 2004.

A lo largo del 2004 continuaron todos los cambios obligatorios necesarios para la migración al nuevo sistema de mensajes, SWIFTNet FIN, llevándose a cabo con éxito la migración de todos los componentes de TARGET.

### MEDIDAS PARA PAGOS SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES EN TARGET

Debido al papel crucial que desempeña el sistema TARGET en el mercado y a la amplia cobertura que ofrece, es fundamental para garantizar su funcionamiento fluido y seguro que cuente con el nivel de protección adecuado frente a posibles riesgos. Es de vital importancia que los pagos sistémicamente importantes se efectúen sin demora, aun en circunstancias anómalas. El Eurosistema ha establecido planes de contingencia para que dichos pagos, que son aquellos que podrían originar un riesgo sistémico si no se procesan a su debido tiempo, se procesen de forma adecuada, incluso en el caso de un mal funcionamiento de TARGET. En el

**Cuadro 13 Disponibilidad total de TARGET**

(en porcentaje)

SLBTR	2004
EPM (BCE)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
<b>Disponibilidad total del sistema</b>	<b>99,81</b>

Fuente: BCE.

2004, los bancos centrales, a menudo con la participación de las entidades de crédito, llevaron cabo diversas pruebas, que demostraron la eficacia de las medidas de contingencia de TARGET y que confirmaron que el Eurosistema se encuentra en condiciones de garantizar que los sistemas de pago y los mercados financieros pueden continuar funcionando correctamente en una situación de crisis.

### CONEXIÓN A TARGET DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS

En octubre del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, tras la ampliación de la UE, el Eurosistema conectaría a TARGET los sistemas de liquidación en tiempo real de los BCN de los nuevos Estados miembros que lo solicitaran. Dado el escaso tiempo de vida que le queda al actual sistema TARGET, y con el fin de ahorrar costes, el Eurosistema ha desarrollado alternativas a la plena integración que permiten la conexión de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de los nuevos Estados miembros al sistema TARGET actual. Por ejemplo, la solución contemplada por SORBNET-EURO, el SLBTR en euros del Narodowy Bank Polski, es una conexión a través de un BCN de la zona del euro, que se realizará en el 2005 a través de la Banca d'Italia.

## RELACIONES CON LOS USUARIOS DE TARGET Y LOS GESTORES DE SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN EN TIEMPO REAL DE OTRAS ÁREAS MONETARIAS

El SEBC mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET con el fin de prestar la debida atención a sus necesidades y de darles la respuesta adecuada. Al igual que en años anteriores, en el 2004 se celebraron reuniones periódicas entre los 15 BCN conectados a TARGET y los grupos de usuarios nacionales de TARGET. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de Gestión de TARGET, del SEBC, y del Grupo de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa del sistema. Los asuntos estratégicos se abordaron en el Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros, un foro en el que se encuentran representados los directivos de las entidades de crédito y de los bancos centrales.

En su calidad de gestor de uno de los SLBTR más grandes del mundo, el Eurosistema mantiene estrechas relaciones con los gestores de SLBTR de otras áreas monetarias. El aumento de estas relaciones, debido, por ejemplo, a las operaciones del sistema Continuous Linked Settlement, hace necesario un debate conjunto sobre cuestiones operativas.

### 2.2 TARGET2

En diciembre de 2004, el Consejo de Gobierno aceptó la oferta conjunta efectuada por la Banca d'Italia, el Deutsche Bundesbank y la Banque de France de construir la plataforma compartida única de TARGET2 y de desarrollarla y gestionarla en nombre del Eurosistema. Esta decisión dará lugar a un rediseño profundo de la arquitectura de TARGET, que, en la actualidad, está compuesto por múltiples sistemas de liquidación en tiempo real interconectados y mantenidos por los BCN y el BCE. TARGET2 prestará a los usuarios de TARGET más servicios y permitirá economías de escala.

Los principales trabajos preparatorios emprendidos en el 2004 en relación con TARGET2, que se

llevaron a cabo en estrecha colaboración con los usuarios de TARGET, supusieron el desarrollo de especificaciones funcionales. Las especificaciones funcionales generales de TARGET2, aprobadas por el Consejo de Gobierno en julio de 2004, describen las características y funciones generales del sistema, así como su arquitectura informática. TARGET2 dispondrá de unas amplias funciones de gestión de la liquidez que permitirán a las entidades de crédito controlar mejor su liquidez en euros. Por ejemplo, un participante que utilice varios sistemas de pago y de liquidación de valores en dinero del banco central tendrá la posibilidad de liquidar todas estas posiciones desde una única cuenta de tesorería en TARGET2. Además, TARGET2 proporcionará a las cuentas de tesorería que las entidades de crédito mantienen en los bancos centrales de la zona del euro una funcionalidad que consiste en agrupar la liquidez intradía. Esto permitirá que los residentes en la zona del euro que participen en TARGET2 agrupen las cuentas de tesorería que mantienen en distintos bancos centrales de la zona del euro y puedan utilizar la liquidez intradía disponible en beneficio de todos los miembros del grupo de cuentas. El Eurosistema está preparando el establecimiento de un marco legal sólido, que es la condición previa para ofrecer esta función. TARGET2 se basará en el concepto de continuidad operativa más avanzado para hacer frente a situaciones de crisis generalizadas de ámbito regional.

Sobre la base de las especificaciones funcionales generales, el Eurosistema está elaborando unas especificaciones funcionales detalladas para el usuario, que describen las características y funciones de TARGET2 con el grado de detalle necesario para iniciar el desarrollo técnico y las labores de implantación del sistema. Como ocurrió en el caso de las especificaciones funcionales generales, estas especificaciones se han examinado detenidamente junto con los usuarios de TARGET. Se espera que las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios terminen de elaborarse en abril del 2005.

El Eurosistema también está desarrollando una estructura de precios para los servicios básicos

de TARGET2, que eliminará las actuales diferencias de precios entre las operaciones nacionales y transfronterizas. Esta estructura incluye una opción, sobre la que tendrá que decidir el Consejo de Gobierno, que permitirá a los participantes elegir entre pagar solamente una comisión por operación o una comisión más baja a la que se añadiría una tarifa periódica. En el año 2005, se definirá con más detalle la estructura de precios de TARGET2.

Otra área en la que se trabajó en el 2004 fue el desarrollo de la estructura de gobierno de TARGET2 y, en base a esta estructura, el establecimiento de una planificación eficiente de las siguientes fases del proyecto (desarrollo, pruebas de conformidad y migración). El Consejo de Gobierno adoptó el reglamento interno relativo a la estructura de gobierno común de TARGET2, que define, respectivamente, las funciones y las competencias en este proyecto del Consejo de Gobierno, del conjunto completo de bancos centrales de la zona del euro y de los tres BCN que han construido y gestionan el sistema. La estructura de gobierno elegida y la planificación del proyecto garantizarán la organización eficaz de las labores de desarrollo de la fase de proyecto y un nivel adecuado de participación y control permanentes por parte de todos los bancos centrales de la zona del euro tras la puesta en marcha de TARGET2.

El desarrollo del *software* y el establecimiento de una infraestructura informática para TARGET2 se llevarán a cabo en el 2005. Se prevé que las primeras pruebas de conformidad con los bancos centrales se inicien a principios del 2006. Los usuarios de TARGET migrarán a TARGET2 en distintas etapas y en fechas preestablecidas diferentes. En cada etapa migrará un grupo de comunidades bancarias nacionales, y este proceso abarcará varios meses durante los cuales coexistirán los componentes actuales de TARGET y el nuevo sistema. La migración por etapas se efectuará de manera que los riesgos para el proyecto queden minimizados. Otra importante consideración a la hora de decidir sobre el proceso de migración concreto será la de reducir al mínimo los posibles problemas y



costes en que habrán de incurrir los bancos centrales y los usuarios de TARGET como consecuencia de la transición. Se ha previsto que el primer grupo de países migre a TARGET2 el 2 de enero de 2007. El Eurosistema seguirá manteniendo una estrecha colaboración con los usuarios de TARGET durante todas las fases del proyecto, e informará periódicamente de los avances realizados.

### 2.3 USO TRANSFRONTERIZO DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

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

El importe de los activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema aumentó de 305 mm de euros en diciembre del 2003 a 370 mm de euros en diciembre del 2004. En conjunto, a finales del 2004 los activos de garantía transfronterizos representaban el 43,89% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Estas cifras confirman la tendencia observada en los años anteriores de creciente

integración de los mercados financieros de la zona del euro y de una mayor predisposición de las entidades de contrapartida a mantener en sus carteras activos emitidos en otro país de la zona del euro.

### **MODELO DE CORRESPONSALÍA ENTRE BANCOS CENTRALES**

EL MCBC sigue siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de activos de garantía, representando en el 2004 el 35,37% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC aumentaron de 259 mm de euros a finales del 2003 a 298 mm de euros a finales del 2004.

Como resultado de las mejoras introducidas en el 2003, los BCN ya habían logrado a comienzos del 2004 el objetivo de ejecutar los procedimientos internos relativos al MCBC en un tiempo máximo de una hora, siempre que las entidades de contrapartida, y sus custodios, hubieran presentado las órdenes correctamente. El Eurosistema está estudiando nuevas mejoras y alternativas para la utilización segura y eficiente de los activos de garantía transfronterizos.

Los bancos custodios suelen desempeñar un papel importante en la cadena de procesamiento del MCBC al entregar los activos de garantía en nombre de las entidades de contrapartida. En enero del 2004, en los bancos custodios que participan en operaciones a través del MCBC se implantaron unas «prácticas óptimas», establecidas por las principales asociaciones bancarias europeas, cuyo fin es optimizar la eficiencia de este mecanismo. Los esfuerzos realizados por los participantes en el mercado para aplicar estas prácticas también contribuyeron a que los BCN efectuaran sus procedimientos internos relacionados con el MCBC en el tiempo máximo de una hora. Con todo, en determinadas circunstancias, como por ejemplo en momentos de máxima actividad, podrían producirse desviaciones con respecto a este tiempo máximo.

### **ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**

Los SLV pueden interconectarse a través de acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan el movimiento transfronterizo entre sistemas de los valores admitidos. Una vez transferidos a otro SLV mediante estos enlaces, los valores se pueden utilizar a través de los procedimientos locales de la misma manera que cualquier activo nacional. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 59 enlaces, de los que sólo un número limitado se usa activamente en las transferencias relacionadas con las operaciones de crédito del Eurosistema. Además, estos enlaces abarcan sólo una parte de la zona del euro. Los enlaces pueden llegar a ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen con los nueve estándares<sup>3</sup> del Eurosistema para los usuarios, que se centran en los requerimientos de los bancos centrales al liquidar sus operaciones en los SLV. El Eurosistema evalúa cualquier nuevo enlace o mejora de los enlaces admitidos con estos estándares. En el 2004, se mejoraron tres enlaces admitidos ya existentes y su evaluación fue favorable.

Los activos de garantía mantenidos a través de estos enlaces aumentaron de 46 mm de euros en diciembre del 2003 a 72 mm de euros en diciembre del 2004, pero representaban sólo el 8,5% de los activos de garantía totales, transfronterizos y nacionales, mantenidos por el Eurosistema.

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

## 3 BILLETES Y MONEDAS

### 3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS

#### DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

Tras registrar una tasa de crecimiento interanual del 22% en el 2003, el importe de los billetes en euros en circulación se incrementó un 15% en el 2004, desde 436,1 mm de euros hasta 501,3 mm de euros. El número de billetes en circulación aumentó un 6,8% (en comparación con el 10,1% del 2003), desde 9.000 millones hasta 9.700 millones. En el gráfico 37 se muestra la evolución del importe de los billetes nacionales y de los billetes en euros en circulación entre los años 2000 y 2004, y en el gráfico 38, la del número de billetes en euros en circulación desde su introducción.

Desde la introducción de la moneda única, el aumento del importe de los billetes en circulación ha sido más pronunciado que el de su número, reflejo del especialmente marcado incremento del número de billetes de alta denominación en circulación. En el gráfico 39 se presenta la evolución de los billetes en circulación por denominación entre el 2002 y el 2004. En el 2004, el mayor crecimiento de la demanda, un 28,4%, correspondió a los billetes de 500 euros. También fue muy intensa la demanda de billetes de 50 y 100 euros, con tasas de crecimiento de la circulación de estas denominaciones del 12,4% y el 13,5%, respectivamente.

En general, el crecimiento del número de billetes de 5, 10, 20 y 200 euros en circulación ha sido muy moderado desde su introducción en el 2002, aunque su evolución varía de un país a otro. La demanda de billetes de 10 y 20 euros, es decir, de las denominaciones que se utilizan principalmente para operaciones diarias con efectivo, sólo aumentó de forma significativa en momentos de máximos estacionales. En lo que respecta al billete de 50 euros, se ha observado un crecimiento bastante elevado y fluctuaciones estacionales. En cambio, los billetes de 5 y 100 euros en circulación únicamente han registrado variaciones estacionales moderadas, y que los billetes de 200 y 500 euros no han seguido ningún patrón estacional. Es obvio que la demanda con fines de transacción en la zona del euro no explica, por sí misma, la persistente tendencia al alza de la demanda de estas denominaciones, y que también deben influir otros factores. Uno de ellos parece ser la creciente demanda internacional de billetes en euros. Estudios recientes indican que aproximadamente entre el 10% y el 15% de los billetes en circulación se encuentra fuera de la zona del euro. Otro factor es el atesoramiento por parte del público, debido, en parte, a los reducidos tipos de interés.

Durante el año 2004, el importe de las monedas en euros en circulación (esto es, la circulación neta excluidas las reservas de los BCN) aumentó un 9,1%, de 14,1 mm de euros a 15,3 mm de

**Gráfico 37 Importe total de los billetes en circulación entre los años 2000 y 2004**

(en mm euros)



Fuente: BCE.

**Gráfico 38 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2004**

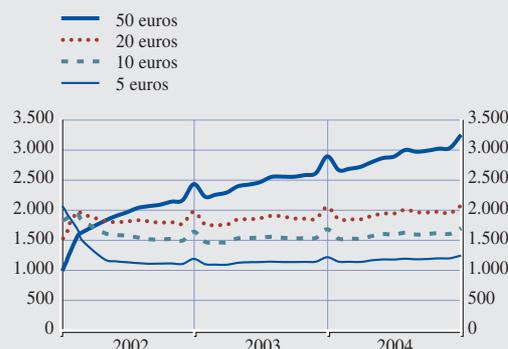
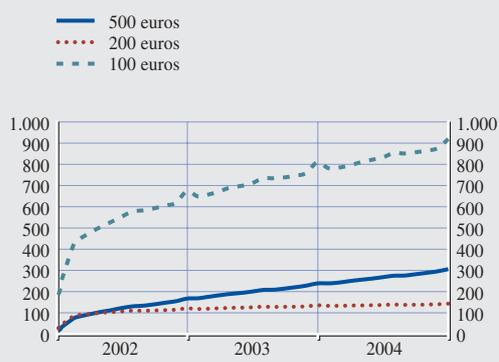
(miles de millones)



Fuente: BCE.

**Gráfico 39 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2004**

(millones)



Fuente: BCE.

euros. El número total de monedas en circulación se incrementó un 14,8%, situándose en 56.200 millones. Desde comienzos del 2003, cuando la cantidad de monedas retornó al nivel inicial de 40.400 millones de monedas en euros emitidas con motivo de la introducción de la moneda única, se ha observado un crecimiento constante del número de monedas en circulación.

#### MANEJO DEL EFECTIVO POR EL EUROSISTEMA

Los ingresos y retiradas de billetes en euros han sido bastante estables en todos los BCN de la zona del euro desde el segundo trimestre del 2002. Las fluctuaciones registradas en los ingresos y retiradas mensuales se deben principalmente a las variaciones estacionales habituales en la demanda de billetes.

En el 2004, los BCN de la zona del euro procesaron un total de 29.400 millones de billetes, una cifra similar a la del 2003. Entre enero y diciembre del 2004 se emitió un total de 30.400 millones de billetes y se ingresaron 29.700 millones en los BCN. La periodicidad de ingreso de los billetes, medida como el cociente entre los billetes ingresados en los BCN y el número de billetes en circulación, se ha mantenido relativamente estable desde el 2002, situándose en torno a 3,4 veces al año en el 2004. En este año se destruyeron 3.800 millones de billetes no aptos para la circulación.

### 3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y ACTIVIDADES DE DISUASIÓN

#### FALSIFICACIÓN DE BILLETES

Tras aumentar constantemente en el 2002 y durante gran parte del 2003, en la actualidad, la tasa de falsificación de billetes en euros es relativamente estable. En el período transcurrido entre el último trimestre del 2003 y el final del 2004 se retiró un promedio de unos 50.000 billetes falsos de la circulación al mes, con fluctuaciones estacionales coincidentes con las de los billetes auténticos, por ejemplo en épocas de vacaciones. El número total de billetes falsos recibido por los Centros Nacionales de Análisis (CNA)<sup>4</sup> en el 2004 fue de 594.000. Esto representa una tasa de crecimiento del 7,8% en comparación con el 2003, considerablemente inferior a la observada un año antes. En el gráfico 40 se muestra la tendencia de los billetes

**Cuadro 14 Distribución de billetes falsos por denominación**

	€5	€10	€20	€50
Porcentaje	1	5	24	48
	€100	€200	€500	Total
Porcentaje	17	4	1	100

Fuente: Eurosistema.

<sup>4</sup> Centros establecidos en cada uno de los Estados miembros de la UE en los que se realiza el análisis de los billetes falsos en euros a escala nacional.

falsos retirados de la circulación, con datos tomados en intervalos semestrales desde la introducción de los billetes en euros.

En el cuadro 14 se muestra que el billete de 50 euros sigue siendo el principal objetivo de los falsificadores, aunque durante el 2004 se empezó a advertir que la delincuencia organizada se está centrando, de manera creciente, en los billetes de 100, 200 y 500 euros. Se ha detectado una cantidad reducida de falsificaciones de estas denominaciones de calidad superior a la media.

En general, es evidente que el número de falsificaciones (594.000 en el 2004) representa una pequeña parte del promedio de billetes auténticos en circulación (8.900 millones en el 2004). El público puede mantener su confianza en la seguridad del euro, pues continúa siendo una moneda bien protegida, tanto en lo que respecta a la sofisticación de sus elementos de seguridad como a la eficacia de los cuerpos y fuerzas de seguridad europeos y nacionales. No obstante, el público debe permanecer atento. En casi todos los casos, el método «toque-mire-gire» es suficiente para detectar las falsificaciones.

#### DISUASIÓN DE LA ACTIVIDAD DE FALSIFICACIÓN

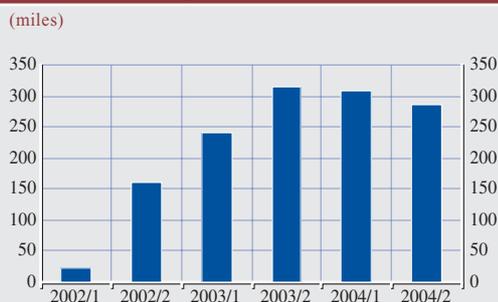
En el 2004, además de cooperar con los BCN, Europol y la Comisión Europea (en particular, con la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude, OLAF), el BCE suscribió un acuerdo con Interpol sobre la protección del euro y la



lucha contra la falsificación. También se formalizaron acuerdos de cooperación con los bancos centrales de dos de los países vecinos de la UE (Ucrania y Bulgaria), y está previsto alcanzar acuerdos similares con otros países en el futuro. El Eurosistema realizó cursos de formación para el personal a cargo del manejo del efectivo, tanto en la UE como en otros países, sobre el reconocimiento y el manejo de billetes falsos. El Centro de Análisis de Falsificaciones, con sede en el BCE, y los CNA, colaboraron con la policía en la lucha contra la falsificación, y expertos de los CNA proporcionaron asesoramiento pericial e informes técnicos a las autoridades judiciales que lo solicitaron.

El Centro Internacional para la Disuasión de las Falsificaciones, patrocinado por el BCE, continuó evaluando los nuevos equipos de reproducción y los sistemas empleados para la disuasión de falsificaciones con el fin de apoyar al Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones, una iniciativa conjunta de 27 bancos centrales de todo el mundo.

**Gráfico 40 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2004**



Fuente: BCE.

### 3.3 EMISIÓN Y PRODUCCIÓN DE BILLETES

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

En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno llegó a un acuerdo sobre los principios y objetivos comunes relativos a la responsabilidad del Eurosistema en el ciclo del efectivo. La definición de su papel y de sus responsabilidades contribuirá al establecimiento de una Zona Única de Pagos para el Euro (véase la sección 3 del capítulo 3). También proporciona un marco seguro a los miembros del Eurosistema en el ciclo del efectivo (es decir, el sector bancario y las empresas de transporte de fondos). En consonancia con el principio de descentralización, el Consejo de Gobierno no estableció un sistema totalmente armonizado para los servicios de caja en la zona del euro. Aunque es necesaria cierta armonización y estandarización bajo la dirección del BCE, los BCN son responsables de su aplicación a escala nacional, teniendo en cuenta el entorno económico nacional respectivo y las estructuras bancarias, la red existente de sucursales de los BCN y la proporción relativa de pagos en efectivo y de los acuerdos a largo plazo.

#### MARCO DEL BCE PARA LA DETECCIÓN DE FALSIFICACIONES Y SELECCIÓN DE BILLETES APTOS PARA LA CIRCULACIÓN

En diciembre del 2004, tras realizar consultas al sector bancario y al de transporte de fondos, el BCE adoptó un marco para la detección de falsificaciones y la clasificación de billetes en función de la calidad (conocido como «selección de billetes aptos para volver a la circulación») por parte de las entidades de crédito y de otros profesionales encargados del manejo del efectivo. Los principales objetivos de este marco son implantar una política común para el manejo y el tratamiento de billetes por las entidades de crédito y otros profesionales a cargo del manejo del efectivo, así como ofrecerles asistencia en lo que respecta al cumplimiento de sus obligaciones derivadas del artículo 6 del Reglamento (CE) n° 1338/2001 del Consejo, sobre la detección y la retirada de billetes falsos en euros. Los BCN implantarán este marco

**Cuadro 15 Asignación de la producción de billetes en euros en el 2004**

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
€5	-	-
€10	378	DE, FR, GR, IE, AT
€20	290	FR, PT
€50	683	BE, DE, ES, IT, NL
€100	124	IT, FI
€200	-	-
€500	124	DE, LU
Total	1.599	

Fuente: BCE.

en sus respectivas jurisdicciones antes del final del 2006. Habrá un período de transición de dos años para que las entidades de crédito y otros profesionales encargados del manejo del efectivo adapten los procedimientos y las máquinas existentes, que terminará a final del 2007.

#### ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En el 2004 se fabricó un total de 1.600 millones de billetes, en comparación con 3.100 millones en el 2003. Esta considerable reducción de las exigencias de producción registrada en el 2004 se debió fundamentalmente a que las necesidades reales de sustitución de billetes fueron menores de lo previsto en el 2003.

Desde el año 2002, los BCN tienen encomendada la producción mancomunada de billetes en euros de forma descentralizada, de manera que cada BCN de la zona del euro es responsable de la parte de la producción que tiene asignada dentro del total de billetes necesarios para cada denominación. En el cuadro 15 figura un resumen de la asignación de la producción de billetes en el 2004.

Los acuerdos sobre la producción futura de billetes figuran en la Orientación BCE/2004/18, adoptada por el Consejo de Gobierno en septiembre del 2004. La Orientación establece un procedimiento único de licitación del Eurosistema para la producción de billetes en euros, que se implantará el 1 de enero de 2012, a más tardar. Esta aplicación irá precedida de un período de transición, por lo que los BCN y las imprentas tendrán tiempo suficiente para

preparar el nuevo procedimiento. Este período no se iniciará antes del 1 de enero de 2008, pero la fecha concreta, que será acordada por el Consejo de Gobierno, depende de la consecución de una masa crítica en lo que respecta tanto al número de BCN que accedan a participar en el procedimiento único de licitación del Euro-sistema como al volumen total de billetes objeto de licitación.

La Orientación se ha desarrollado con arreglo al principio de economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de los recursos, y de conformidad con el derecho comunitario sobre la competencia. En particular, el objetivo de este procedimiento es asegurar la igualdad de condiciones a todas las imprentas que deseen participar en el procedimiento único de licitación del Eurosistema, así como garantizar la transparencia y la producción constante y segura de billetes en euros. Las normas de licitación que figuran en la Orientación se aplicarán a la totalidad de necesidades de producción de billetes del Eurosistema. Aquellos BCN que dispongan de imprentas internas o los que utilicen imprentas públicas pueden optar por no participar en el citado procedimiento, y continuarán produciendo los billetes que tienen asignados según su cuota.

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

En respuesta a sugerencias de diversa procedencia, el Eurosistema analizó los posibles aspectos positivos y negativos de la introducción de billetes de muy baja denominación, esto es, de 1 euro y 2 euros. Tras considerar detenidamente la cuestión, el Consejo de Gobierno acordó, en noviembre del 2004, no revisar la decisión que había adoptado en 1998 sobre las denominaciones de los billetes en euros y, en consecuencia, no emitir billetes de 1 euro ni de 2 euros. Una vez valorados todos los argumentos planteados en el debate, el Consejo de Gobierno consideró que, en general, los aspectos negativos que conllevaría la introducción de billetes de muy baja denominación superaban a los aspectos positivos. La insuficiente demanda de billetes de muy baja denominación por parte

de la mayoría de los ciudadanos de la zona del euro, la mayor ineficacia que supondría su introducción para la mayoría de las terceras partes afectadas, como el sector minorista y los fabricantes de máquinas expendedoras, y los elevados costes de impresión y tratamiento contribuyeron, en particular, a que se adoptara esta decisión.

## 4 ESTADÍSTICAS

El BCE, en colaboración con los BCN, recopila una amplia gama de estadísticas que permiten al SEBC cumplir sus funciones. La información estadística necesaria procede de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Al igual que en años precedentes, el proceso de elaboración de las estadísticas en el 2004 se desarrolló según lo previsto, al tiempo que se continuó trabajando en la mejora del marco de las estadísticas de interés para el BCE y se publicaron nuevas estadísticas, en consonancia con su estrategia a medio plazo. El BCE también celebró su segunda conferencia sobre estadística, que se centró en su utilización en la formulación de la política monetaria y económica.

Quedan por resolver algunas cuestiones, principalmente relativas a la fiabilidad de los datos, en el ámbito de las estadísticas de las finanzas públicas, que son fundamentales para el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y para la credibilidad de la supervisión presupuestaria. La Comisión Europea (Eurostat), asistida, en caso necesario, por los institutos nacionales de estadística (INE) y los BCN, es responsable de proporcionar estas estadísticas. El BCE utiliza continuamente las estadísticas económicas generales que, en su mayor parte, recopila y elabora Eurostat. Estas estadísticas de la zona del euro han experimentado algunas mejoras, por ejemplo en lo que respecta a la puntualidad de los datos trimestrales sobre el PIB, la calidad de la estimación preliminar del IAPC y la disponibilidad de indicadores económicos a corto plazo. Tomando en consideración la evolución de los últimos años, el BCE publicó su análisis de los requerimientos en el ámbito de las estadísticas económicas generales en diciembre del 2004.

### 4.1 MEJORAS EN EL MARCO ESTADÍSTICO DE LA ZONA DEL EURO

A pesar de los importantes logros conseguidos hasta la fecha en lo que respecta al marco estadístico y a la buena calidad de las estadísticas de la zona del euro en general, es necesario

mejorar el marco general de las estadísticas de la zona del euro. La transformación económica en curso ha de acometerse anticipando los cambios que se van a producir en el futuro, y subsanando, en la medida de lo posible, algunas de las limitaciones identificadas por los usuarios, tanto dentro como fuera del BCE. En el 2004, esta institución siguió trabajando en la mejora del marco general, pero, como los proyectos estadísticos requieren períodos prolongados para su realización, los resultados estarán disponibles en el medio plazo.

Un aspecto importante del marco de referencia de las estadísticas de la zona del euro es el diseño y elaboración de un sistema de cuentas nacionales trimestrales por sectores institucionales, que el Eurosistema está preparando junto con Eurostat y los INE. Los sectores incluidos en este sistema de cuentas son los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras, las Administraciones Públicas y el resto del mundo. Estas estadísticas mostrarán las interrelaciones entre estos sectores y entre las operaciones financieras y no financieras de la economía. Una serie temporal suficientemente larga de estas cuentas por sectores, publicada poco después del período de referencia, hará que sea posible observar en la zona del euro cómo se han transmitido los impulsos de política monetaria desde el sector financiero a los sectores no financieros, así como analizar mejor el impacto de las perturbaciones económicas. Esta serie temporal también permitirá realizar muchos otros análisis. Algunos indicadores clave, es decir fundamentales para estudiar el ciclo económico y para elaborar previsiones, también están incluidos en las cuentas nacionales trimestrales por sectores institucionales.

La incorporación de la Norma Internacional de Contabilidad 39 sobre instrumentos financieros (NIC 39) a la legislación de la UE, que exige su aplicación a todas las sociedades cotizadas a partir del 1 de enero de 2005, ha obligado a modificar el Reglamento relativo al balance consolidado del sector de las IFM (BCE/2001/13), con el fin de preservar la base conceptual de las estadísticas monetarias. El

Reglamento (BCE/2004/21), por el que se modifica el Reglamento anterior, que entró en vigor el 1 de enero de 2005, garantiza que, con independencia de la forma en que finalmente adopte la NIC 39, las IFM continuarán declarando sus préstamos y depósitos por el valor nominal, con independencia de que, con posterioridad a esa fecha, se introduzcan cambios en el marco jurídico contable de la UE.

## 4.2 NUEVAS Y MEJORES ESTADÍSTICAS

En el 2004, el BCE inició la publicación de nuevas estadísticas, importantes para la política monetaria y otras funciones del SEBC, para la política económica en general, para los participantes en los mercados y para el público en general.

En la primavera del 2004, el BCE, junto con la Comisión Europea, publicó por vez primera estadísticas mensuales sobre los tipos de interés a largo plazo en los diez nuevos Estados miembros de la UE, que son necesarias para valorar si han logrado alcanzar el elevado grado de convergencia exigido para incorporarse a la UEM. Desde junio del 2004, el BCE también publica mensualmente la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Además, el BCE y Eurostat publicaron un informe sobre inversión directa exterior, que incluye una mejora de los métodos de compilación de dichas estadísticas. Se han elaborado datos trimestrales de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro a partir de 1980. En cuanto a los tipos de cambio efectivos del euro, se han actualizado las ponderaciones por el comercio utilizadas para calcular los índices, se ha mejorado la cobertura geográfica y, desde septiembre del 2004, se han publicado nuevas series. Las estadísticas sobre flujos y saldos de las acciones cotizadas de la zona del euro han pasado a publicarse mensualmente. Las nuevas estadísticas incluyen emisiones brutas, amortizaciones y saldos vivos de todas las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro.



En el marco del Plan de acción sobre las necesidades estadísticas de la UEM del Consejo ECOFIN, el BCE publicó un conjunto completo de cuentas financieras y no financieras trimestrales del sector público en el 2004. Ya se han empezado a incorporar estas estadísticas a las cuentas nacionales trimestrales por sectores institucionales.

En el 2004, el BCE también introdujo una serie de mejoras en su marco jurídico con el fin de facilitar la publicación de nuevas estadísticas. Se revisaron tanto la Orientación como la Recomendación del BCE sobre las exigencias de información estadística en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales. En enero del 2005, el BCE ha iniciado la publicación de estadísticas más completas en este ámbito, incluyendo un mayor detalle geográfico. Por otra parte, el BCE publicó notas explicativas sobre las estadísticas del balance de las IFM relativas a la ampliación de la UE que tratan de facilitar la comprensión de las obligaciones y normas recogidas en el Reglamento BCE/2003/10, mediante una exposición clara y coherente.

En el 2004 se intentó mejorar la difusión y el acceso a las estadísticas. Tanto en el Boletín Mensual del BCE, que desde enero del 2004 se publica con un nuevo diseño, como en la nueva dirección del BCE en Internet, cuyo diseño tam-



bién se modificó en junio del 2004, se incluyen nuevas secciones estadísticas.

### **4.3 ESTADÍSTICAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS**

En el 2004, la fiabilidad de las estadísticas a efectos de la supervisión presupuestaria prevista en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituyó un serio motivo de preocupación. El BCE apoyó plenamente la declaración sobre buenas prácticas estadísticas realizada tras la reunión informal del Consejo ECOFIN celebrada el 11 de septiembre de 2004 en Scheveningen. Estas prácticas deben reforzar la independencia, la integridad y la rendición de cuentas de los INE. El BCE está colaborando estrechamente con la Comisión Europea en esta área, principalmente a través del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos, integrado por expertos en estadística de Eurostat, los INE, los BCN y el BCE. La aplicación de la Orientación del BCE sobre estadísticas de las finanzas públicas, adoptada por el Consejo de Gobierno en febrero del 2005, supondrá una mejora adicional de la calidad de las estadísticas agregadas de las finanzas públicas de la zona del euro y constituirá un paso más en el proceso de mejorar la calidad y de establecer las normas a aplicar en el seguimiento de los datos de finanzas públicas.

## 5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

El objetivo de la investigación económica realizada en el BCE es aportar una base empírica y conceptual sólida a la formulación de la política monetaria. De este modo, la investigación llevada a cabo en el Eurosistema se centra en ampliar el conocimiento acerca del funcionamiento de la economía de la zona del euro y proporcionar análisis, modelos y otras herramientas apropiadas para la ejecución de la política monetaria del BCE y el cumplimiento de otras funciones del Eurosistema.

Cinco años después de su creación, el BCE pidió a tres expertos externos independientes que evaluaran las actividades de investigación del BCE aplicando elevados estándares académicos y que determinaran en qué medida ha contribuido la investigación realizada desde 1998 a la consecución de sus objetivos. En el informe de estos expertos, que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet<sup>5</sup>, la valoración de la investigación llevada a cabo en esta institución fue en general positiva en cuanto a su calidad científica y valor añadido, a su relevancia para la ejecución de la política monetaria y para las demás tareas y funciones del BCE, y a su influencia en la comunidad académica y en otras instituciones con responsabilidades de política económica. Como se establecía en las condiciones de la evaluación, los expertos efectuaron también una serie de recomendaciones para mejorar las actividades de investigación. Se formularon recomendaciones en cinco áreas: incentivos para que el personal lleve a cabo trabajos de investigación de alta calidad; gestión a largo plazo del capital humano; cobertura y coordinación de las actividades de investigación en las distintas unidades de gestión del BCE; apoyo a la investigación; y comunicación y difusión de los trabajos de investigación. Muchas de las sugerencias de mejora coincidían con la propia valoración del BCE, y se han adoptado medidas para implantarlas.

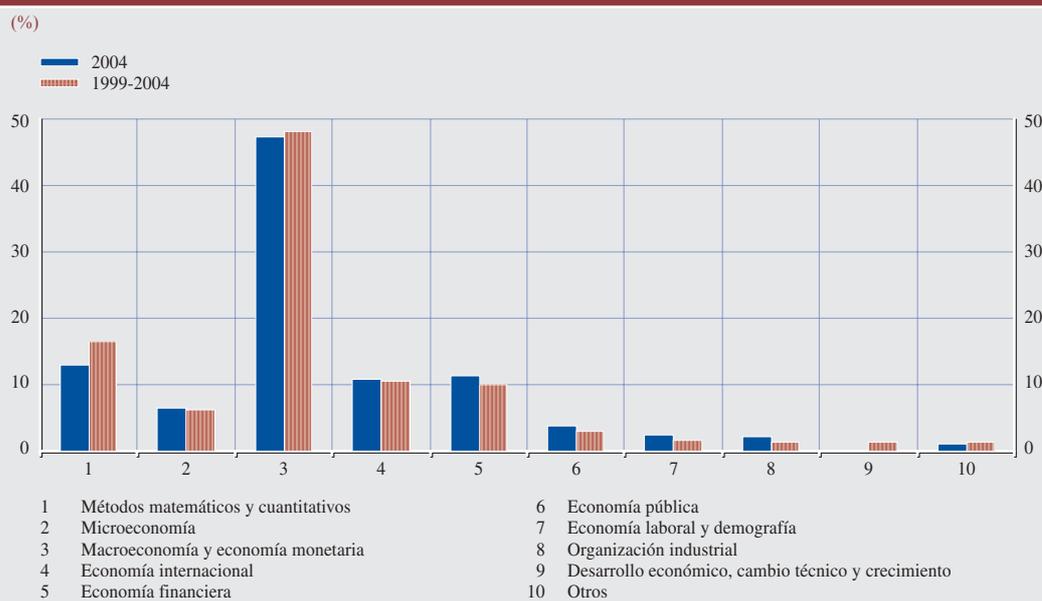
### 5.1 TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN

Los trabajos de investigación del año 2004 pueden dividirse en seis áreas principales: macroeconomía y economía monetaria, macroeconomía y finanzas internacionales, estabilidad financiera, integración financiera, modelización macroeconómica de la zona del euro y economía general y cuestiones estructurales. También se hicieron esfuerzos considerables en lo que respecta a la investigación sobre la ampliación de la zona del euro y las economías de los nuevos Estados miembros de la UE. En este contexto, se efectuaron trabajos preparatorios para la futura ampliación de la zona del euro, sobre todo en relación con los instrumentos analíticos utilizados para elaborar las proyecciones macroeconómicas.

La mayor parte de los resultados de las actividades de investigación realizadas en el BCE o en colaboración con esta institución se presentó en la serie de documentos de trabajo del BCE y, en menor medida, en la serie de documentos ocasionales del BCE, así como en diversas conferencias y seminarios. En el 2004, el BCE publicó 126 documentos de trabajo (en comparación con 97 en el 2003). Una proporción considerable de los documentos de trabajo elaborados desde que se inició la serie, en el año 1999, ya se han publicado o aparecerán próximamente en publicaciones académicas (130) o en libros (30). Dados los prolongados retrasos que se producen en la publicación de trabajos como consecuencia del proceso de evaluación entre pares, se espera que esta proporción, que ya es significativa, aumente en el 2005. En el gráfico 41 se muestra que la investigación llevada a cabo en el BCE se centra, fundamentalmente, en aspectos relevantes para la política monetaria, y también se presentan los documentos ocasionales del BCE agrupados por temas según la clasificación del *Journal of Economic Literature*. El tema más recurrente de la serie es «macroeconomía y economía monetaria», seguido de «métodos matemáticos y cuantitati-

5 M. Goodfriend, R. König y R. Repullo, «External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», 2004.

**Gráfico 4 | Serie de documentos de trabajo del BCE: Clasificación del Journal of Economic Literature**



Fuente: BCE.

vos», «economía financiera» y «economía internacional».

Durante el 2004, se celebraron en el BCE una serie de conferencias y seminarios, como la tercera Conferencia del BCE de Banca Central sobre «Los nuevos Estados miembros de la UE: convergencia y estabilidad», en la que principalmente se trataron los temas siguientes: la transformación económica y estructural de los nuevos Estados miembros de la UE, vínculos internacionales y resultados macroeconómicos de los nuevos Estados miembros de la UE, y ajuste macroeconómico en estos países. Asimismo, el BCE, conjuntamente con el BPI y los bancos centrales del G-10, ha iniciado la publicación de una nueva revista titulada «International Journal of Central Banking» (véase capítulo 6).

## 5.2 REDES DE INVESTIGACIÓN

Con frecuencia, la investigación del BCE se lleva a cabo en el marco de redes organizadas de grupos de investigadores que participan con-

juntamente en amplios proyectos de objetivos múltiples y que pueden incluir a economistas del BCE, de los BCN de la zona del euro, de otros bancos centrales y de instituciones con responsabilidades de política económica, así como a investigadores del mundo académico. El BCE coordina y facilita apoyo organizativo a estas redes, solo o con otras instituciones.

La red sobre persistencia de la inflación del Eurosistema, en la que participan investigadores de todos los BCN del Eurosistema, se creó en el 2003 con el objeto de analizar la evolución de la inflación en la zona del euro y en las distintas economías nacionales. En este proyecto se está utilizando un amplio conjunto de datos para estudiar este fenómeno, incluidos datos sectoriales e individuales sobre precios de consumo y precios industriales, tasas de inflación macroeconómicas y resultados de encuestas, y se espera que las conclusiones finales del análisis estén disponibles en el 2005. En el 2004 se realizó gran parte del análisis empírico, se publicaron algunos resultados en la serie de documentos de trabajo del BCE, y se recabó la

opinión de la comunidad académica. También se presentó una selección de los resultados en diversos seminarios y conferencias internacionales, incluida una conferencia organizada por la red en diciembre del 2004 y celebrada en el BCE. Las contribuciones efectuadas en estas actividades se utilizarán en la fase final del análisis. Hasta ahora, la red ha constatado que los precios de algunos bienes de consumo y servicios de la zona del euro cambian con relativa poca frecuencia, una vez al año por término medio. Cuando se producen ajustes en los precios suelen ser significativos y estar casi equitativamente divididos entre subidas y bajadas. Las rigideces en los precios son más generalizadas en el sector servicios que en el de bienes, y en promedio tienden a ser mayores en la zona del euro que en Estados Unidos. Por otra parte, las conclusiones de los trabajos de la red indican que la persistencia de la inflación puede depender de los regímenes de inflación y de política monetaria vigentes, y que, en igualdad de condiciones, parece ser menor cuando las expectativas de estabilidad de precios están bien ancladas en la economía.

La red de estudio del ciclo económico en la zona del euro, organizada en colaboración con el Centro de Investigación sobre Política Económica (CEPR, en sus siglas en inglés), constituye un foro para el análisis del ciclo económico en la zona del euro, y reúne a investigadores del mundo académico, de bancos centrales y de otros centros de estudios de política económica. En el 2004, la red organizó el segundo curso de formación sobre modelos factoriales y metodologías para el análisis del ciclo económico patrocinado por el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y la Universidad Bocconi. También se celebraron dos seminarios, uno sobre el ciclo económico en los nuevos Estados miembros y en los países adherentes, celebrado en el Oesterreichische Nationalbank, y otro sobre los últimos avances en la combinación de predicciones, que tuvo lugar en el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Desde principios del 2004, una parte considerable de los resultados del trabajo de la red se ha canalizado a través de



una nueva serie de documentos de trabajo, publicados conjuntamente con el CEPR.

La red de investigación sobre mercados de capitales e integración financiera en Europa, creada en el 2002 a iniciativa del BCE y del Centro de Estudios Financieros (CFS, en sus siglas en inglés), trata de impulsar la investigación acerca de la integración de los sistemas financieros en Europa y sus vínculos internacionales, un tema relevante para la política monetaria. La red concluyó sus dos primeros años de trabajo con un simposio celebrado en Fráncfort del Meno en mayo del 2004 (véase recuadro 12). El BCE y el CFS han decidido que la red continúe con sus actividades hasta el 2007, añadiendo tres áreas prioritarias: (i) la relación entre integración financiera y estabilidad financiera, (ii) adhesión a la UE, desarrollo financiero e integración financiera y (iii) modernización del sistema financiero y crecimiento económico en Europa. El programa de investigación denominado «Lamfalussy Fellowship», creado en el marco de la red, también se amplió a estas áreas.

### 5.3 MODELIZACIÓN MACROECONOMÉTRICA DE LA ZONA DEL EURO

Un aspecto destacable en el ámbito de la modelización econométrica en el 2004 fue que se comenzó a trabajar en una nueva generación del Modelo de la Zona del Euro del BCE

(*Area-wide model*). Este modelo se está revisando teniendo en cuenta los últimos avances en teoría macroeconómica y en métodos de estimación. A diferencia de modelos anteriores, esta nueva generación de modelos macroeconómicos, conocidos como modelos dinámicos de equilibrio general estocástico, se basan, en su mayor parte, en fundamentos microeconómicos. Con la contribución de la investigación realizada en el BCE, actualmente estos modelos son lo suficientemente sofisticados como para ser utilizados en el ámbito de la política económica, ya que se están convirtiendo rápidamente en la norma para el análisis de dicha política y, de forma creciente, para la realización de predicciones en los bancos centrales y en centros de estudio de política económica<sup>6</sup>. Con el fin de facilitar la construcción del nuevo Modelo de la Zona del Euro, el BCE ha creado un foro de cooperación con el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal y con el FMI, instituciones que se ocupan de construir y utilizar modelos similares. El BCE y la Reserva Federal cooperan a través del Foro de Investigación Internacional sobre Política Monetaria, una iniciativa que promueve la investigación en cuestiones de política monetaria importantes desde una perspectiva internacional. Se espera que los trabajos técnicos sobre el Modelo de la Zona del Euro continúen en el 2005 y que los resultados finales se hagan públicos en una conferencia.

6 Los expertos del Eurosistema ha realizado contribuciones fundamentales en este ámbito. Véase Smets F. y R. Wouters, «An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area», ECB Working Paper n.º 171, publicado en el *Journal of the European Economic Association*, volumen 1, n.º 5, 2003, pp. 1.123-1.175. Este trabajo ha sido premiado con la prestigiosa medalla Hicks-Tinbergen de la European Economic Association al mejor trabajo de investigación

## 6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

### 6.1 CUMPLIMIENTO DE LAS PROHIBICIONES RELATIVAS A LA FINANCIACIÓN MONETARIA Y AL ACCESO PRIVILEGIADO

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento de las obligaciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo por parte de los 25 BCN de la Unión Europea y del BCE. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. En virtud del artículo 102, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos de la Comunidad a las entidades financieras. En paralelo con el BCE, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El BCE supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional y del sector público de otros Estados miembros realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. De conformidad con los considerandos del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

### 6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC disponen que el BCE sea consultado por las instituciones

comunitarias pertinentes y por las autoridades nacionales responsables<sup>7</sup>, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias. La Decisión 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. Todos los dictámenes del BCE pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet. A partir de enero de 2005, los dictámenes y los proyectos de disposiciones legales nacionales se publicarán, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la autoridad que ha efectuado la consulta, como ya ocurría en el caso de los dictámenes relativos a los proyectos de disposiciones legales de la UE.

En el año 2004 se formularon un total de 41 consultas, de las cuales 32 fueron realizadas por una autoridad nacional y 9 por el Consejo de la UE, cuya lista se encuentra en un anexo de este Informe Anual. De los dictámenes adoptados a petición de las autoridades nacionales cabe mencionar los siguientes:

El BCE fue consultado por algunos Estados miembros, como Hungría e Italia, acerca de propuestas de legislación que, en opinión del BCE, requerían modificación para garantizar la adecuación de los estatutos de los BCN a las disposiciones relativas a la independencia de los bancos centrales recogidas en el Tratado y en los Estatutos del SEBC, incluida la independencia personal de los miembros de los órganos rectores de los BCN<sup>8</sup>.

El BCE fue consultado por Italia, los Países Bajos y Eslovaquia sobre importantes reformas legislativas relativas al régimen de supervisión

<sup>7</sup> De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anexo al Tratado, al apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC no se aplicarán al Reino Unido. Por lo tanto, la obligación de consultar al BCE no incluye a las autoridades nacionales del Reino Unido.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

financiera. El BCE examinó los proyectos de disposiciones legales de Italia y de los Países Bajos que se basaban en un modelo de supervisión financiera titulado «twin peaks», según el cual el BCN sería responsable de la supervisión prudencial de todo el sector financiero y a un organismo nacional rector de los mercados financieros le correspondería la supervisión de la conducta de los mercados<sup>9</sup>. El BCE se mostró a favor del marco institucional propuesto por ambos países, indicando en su dictamen que el enfoque de la propuesta holandesa reconocía el carácter diferente de los dos objetivos de estabilidad financiera y protección de los inversores, y tomaba en consideración la generalización del riesgo sistémico, debido a las estrechas relaciones entre las entidades de crédito, las empresas de seguros, las empresas de servicios de inversión y los fondos de pensiones. El BCE consideró que la propuesta legislativa de Eslovaquia, que ampliaría la facultad supervisora del BCN haciéndolo directa y plenamente responsable de la supervisión de todo el mercado financiero nacional, establecería una estructura de supervisión que, aunque actualmente es única dentro de la UE, es totalmente compatible con las funciones de un BCN relacionadas con el SEBC<sup>10</sup>.

El BCE fue consultado por Bélgica con respecto a una propuesta «tasa Tobin» que adoptaría la forma de una tasa sobre todas las operaciones de cambios de divisas que se realizaran en Bélgica, siempre que se introdujera una legislación similar en otros Estados miembros o en la Comunidad<sup>11</sup>. Aunque el BCE reconoció las buenas intenciones del proyecto de ley, llegó a la conclusión de que la utilidad económica y monetaria de dicha tasa era altamente cuestionable y que, además, era incompatible con el artículo 56 del Tratado, relativo al libre movimiento de capitales y de pagos entre los Estados miembros y entre los Estados miembros y terceros países.

El BCE fue consultado por Francia sobre un proyecto de disposición legal que autorizaba a las entidades de crédito a conceder préstamos indicados con la inflación<sup>12</sup>. El BCE, pese a

afirmar que entendía el objetivo de extender la libertad de contratación y permitir que los agentes económicos se cubrieran frente a los riesgos de inflación, manifestó que el uso extensivo de la cláusula de indicación daría lugar a problemas considerables puesto que una indicación generalizada en la fijación de precios y salarios podría generar una rigidez excesiva en el sistema de precios relativos y alimentar la espiral de inflación

El BCE también emitió un dictamen, en virtud de la letra b del apartado 2 del artículo 112 del Tratado y del artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC, relativo a una recomendación del Consejo de la UE sobre el nombramiento de un nuevo miembro del Comité Ejecutivo del BCE.

### **6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA COMUNIDAD EUROPEA**

De conformidad con el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y con el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el año 2004, el BCE no llevó a cabo ninguna tarea de gestión, puesto que a finales del 2003 no quedaban saldos pendientes y tampoco se iniciaron nuevas operaciones durante el 2004.

9 CON/2004/16; CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

**SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA**

En el año 2004, el Eurosistema completó los trabajos iniciados en el 2003 relativos a un nuevo marco para la prestación de un conjunto amplio de servicios de gestión de reservas en euros a los bancos centrales, autoridades monetarias y organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como a organizaciones internacionales. El nuevo marco, desarrollado en respuesta al uso creciente del euro como moneda internacional de reserva, se basa en los servicios de gestión de reserva ya establecidos y en la experiencia de los distintos bancos centrales del Eurosistema. Los servicios abarcan desde las cuentas de custodia y servicios de liquidación y custodia afines hasta los servicios de efectivo e inversión. Los siguientes son ejemplos de los servicios prestados de acuerdo con el nuevo marco: (i) inversión automática a un día que permite a los clientes invertir fondos directamente en el proveedor de servicios respectivo y/o en el mercado, remunerados a tipos de interés ventajosos, (ii) préstamo automático de valores y (iii) ejecución de órdenes y de órdenes permanentes según las preferencias de inversión de los clientes.

Uno de los rasgos principales del nuevo marco es la prestación a los clientes de servicios de alta calidad para los activos de reserva denominados en euros a través de un punto de acceso único a la zona del euro. Este concepto es comparable con la manera en la que los principales bancos centrales del mundo ofrecen sus servicios de gestión de reservas. A los distintos bancos centrales del Eurosistema que sirven como punto de acceso único se les denomina «proveedores de servicios del Eurosistema» y proporcionan el conjunto completo de servicios de gestión de reservas ofrecido por el nuevo marco. Como consecuencia de la aplicación del concepto de punto de acceso único, los clientes pueden utilizar una cuenta de custodia para liquidar y mantener una amplia gama de valores de renta fija denominados en euros, emitidos en toda la zona del euro. Se ha establecido un elevado nivel de armonización, pues cada uno de los proveedores de servicios del Eurosistema ofrece el mismo conjunto de servicios de gestión de reservas, sujeto a condiciones armonizadas y conforme a los estándares generales del mercado

Existen actualmente seis proveedores de servicios del Eurosistema, a saber, el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque centrale du Luxembourg y De Nederlandsche Bank. Los restantes bancos centrales del Eurosistema pueden ofrecer algunos de los servicios del nuevo marco. Además, tanto los proveedores de servicios del Eurosistema como los demás bancos centrales del Eurosistema pueden prestar otros servicios de gestión de reservas en euros a nivel individual. El BCE desempeña una función de coordinación y garantiza el buen funcionamiento del marco.

En consonancia con la manera en la que se han venido prestando durante muchos años los servicios de gestión de reservas, el nuevo marco se basa en los principios básicos que caracterizan a la gestión de las reservas oficiales, como la seguridad financiera y jurídica y, lo que es más importante, la confidencialidad. Según el nuevo marco, los servicios de gestión de reservas se ofrecen a los clientes tradicionales de los bancos centrales, por lo que satisface las necesidades especiales y las preocupaciones de las instituciones que operan en el mismo ámbito de actividad que los bancos centrales, como el propio Eurosistema.

El nuevo marco, cuyo funcionamiento se inició el 1 de enero del 2005, será flexible y se mantendrá en continua evolución, siguiendo de cerca los avances efectuados en el sector financiero y respondiendo con prontitud a las necesidades de los clientes respecto a un conjunto amplio y actualizado de servicios de gestión de reservas en euros.



**Artista**

Jacob Dahlgren

**Título**

Krakow, 2002

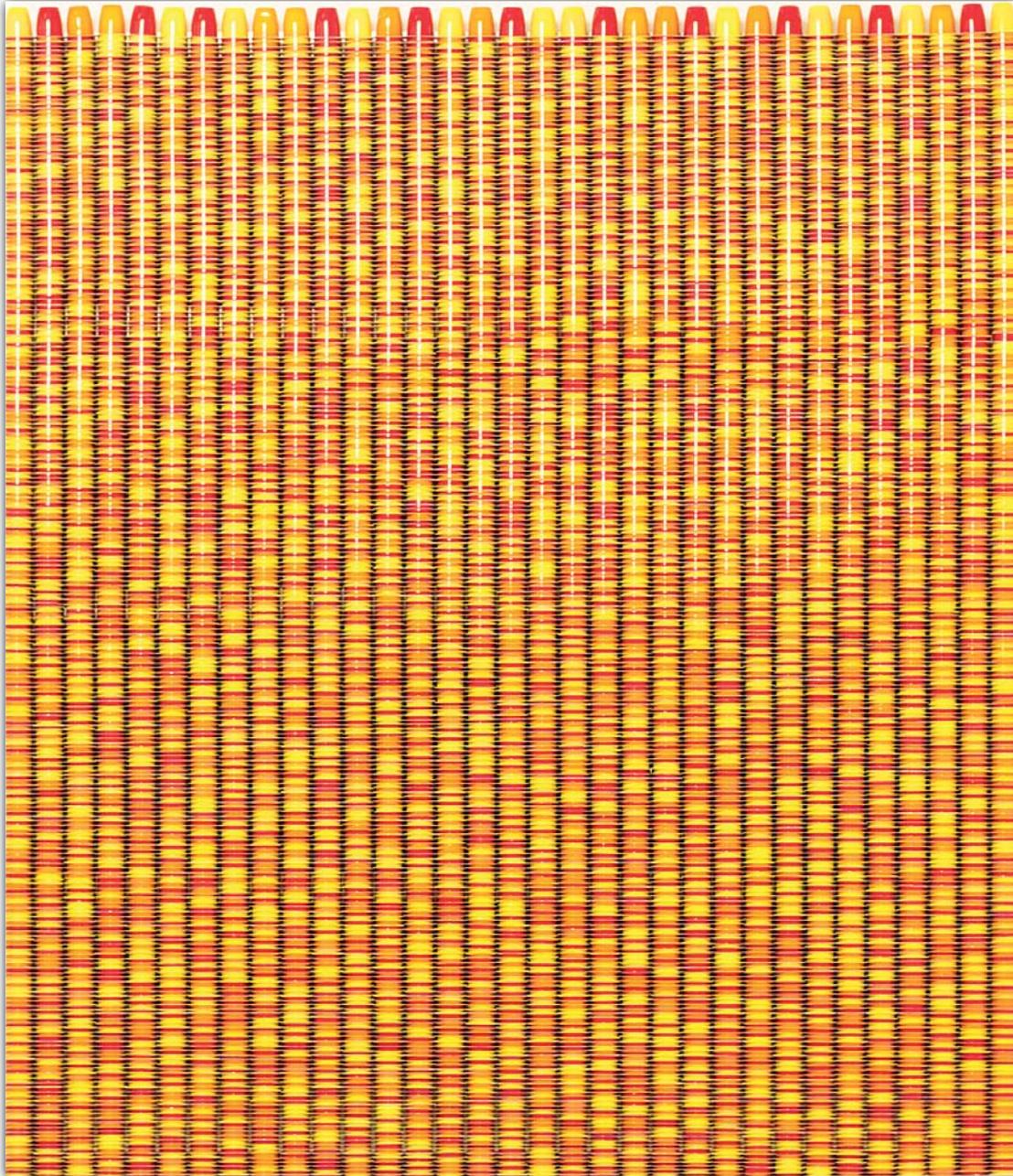
**Técnica**

Tarros de yogurt montados sobre aluminio

**Tamaño**

184 × 148 × 10 cm

© VG-Bild-Kunst, Bonn 2005



## CAPÍTULO 3

# ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

## I ESTABILIDAD FINANCIERA

El Eurosistema contribuye al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, el Eurosistema asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria en estos ámbitos.

### I.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

En colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, el BCE lleva a cabo el seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera, con objeto de evaluar la capacidad de resistencia del sistema financiero a las perturbaciones<sup>1</sup>. Este seguimiento se centra en las entidades de crédito, que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos de los depositantes a los acreditados en la zona del euro y pueden difundirse los riesgos al resto del sistema financiero. También son objeto de seguimiento otras instituciones financieras y otros mercados, pues debido a la importancia que han adquirido y a su vinculación con las entidades bancarias, pueden verse afectados por los elementos que vulneran al sistema financiero.

#### EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2004 mejoró la capacidad del sistema financiero de la zona del euro para absorber perturbaciones. Las instituciones financieras se beneficiaron de una recuperación de la actividad económica mundial más intensa de lo previsto, de la mejora de los balances de las grandes empresas y una continuada propensión al riesgo por parte de los inversores. En consecuencia, creció la rentabilidad de las entidades de crédito y empresas de seguros. Sin embargo, permanecieron las anteriores señales de fragilidad de los mercados financieros internacionales resultantes de la percepción del riesgo de que los bajísimos tipos de interés a largo plazo pudieran elevarse.

En el sector bancario de la zona del euro, consolidando la tendencia que empezó a manifestarse en el 2003, los grandes bancos siguieron mostrando señales de mayor rentabilidad. Las mejoras conseguidas en el 2004 fueron obtenidas, en gran medida, mediante la reducción de los costes y de las dotaciones de provisiones para insolvencias. El aumento de la rentabilidad fue generalizado, incluso en las entidades más débiles.

Para apuntalar la mejora de la rentabilidad, las entidades establecieron como objetivo prioritario el control de los costes, reduciendo, en primer lugar, el tamaño de las redes de sucursales y el número de empleados. También disminuyeron en el 2004 las dotaciones de provisiones para insolvencias, al igual que en el 2003, principalmente debido a considerar más favorable el riesgo de crédito, dada la recuperación económica. Ello pareció reflejar unas expectativas de consolidación de la rentabilidad del sector empresarial y de fortalecimiento de los balances de las grandes empresas de la zona del euro, aunque se observaron indicios de que las perspectivas de las pequeñas y medianas empresas continuaban siendo menos favorables que las de las empresas de mayor tamaño.

No obstante la mejora de la rentabilidad, en el 2004 siguió bajando el margen de intermediación, que es el componente básico de la rentabilidad del sector bancario, pese a las señales iniciales de recuperación de los préstamos a empresas y al crecimiento sostenido de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda. El descenso del margen de intermediación fue resultado, fundamentalmente, de los bajos tipos de interés y del aplanamiento de las curvas de rendimiento del mercado que, aunque impulsaron la demanda de crédito, incidieron en los márgenes de los préstamos y depósitos de los bancos de la zona del euro. En cuanto a los

<sup>1</sup> En el 2004, el BCE publicó por primera vez un informe sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial Stability Review», así como la tercera edición del informe titulado «EU banking sector stability», que presenta las principales conclusiones obtenidas por el BSC en su labor de seguimiento de la estabilidad del sector bancario. Estas publicaciones se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.

otros productos ordinarios de las entidades de crédito, los excepcionales beneficios bursátiles registrados por numerosas entidades en el 2003 no se repitieron en el 2004, como consecuencia de la pujanza de los mercados de valores y del estrechamiento de los diferenciales. Se observaron señales de que algunos de los grandes bancos de la zona del euro habían incurrido en un mayor riesgo de mercado en el transcurso del 2004. Los ingresos de los bancos por comisiones aumentaron, como resultado, en gran medida, de una mayor actividad en los mercados financieros por cuenta propia y por cuenta ajena.

Los principales coeficientes regulatorios de solvencia de los grandes bancos de la zona del euro volvieron a mejorar en el 2004. Cabe destacar la elevación de los coeficientes de solvencia de aquellas entidades bancarias que los mantenían más bajos. La mayor capacidad para absorber perturbaciones de estas entidades contribuyó positivamente a la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro.

Los resultados financieros de las empresas de seguros mejoraron también en el 2004. En el sector de seguros distintos del seguro de vida, el principal factor determinante fue el elevado nivel de ingresos netos por primas, impulsado por precios más sensibles al riesgo y condiciones de aseguramiento más estrictas. La mejora de sus principales actividades permitió a las empresas del sector reforzar su ya buen nivel de solvencia. En el sector de seguros de vida, los ingresos por primas experimentaron en la mayor parte de los países un crecimiento sustentado en una mayor demanda de productos vinculados con los mercados de valores, lo que contribuyó, junto con el incremento de los ingresos netos por inversiones, a mejorar su nivel de solvencia. Sin embargo, las empresas de seguros de vida con una situación financiera más débil siguen estando bajo presión.

El sector de fondos de inversión de alto riesgo continuó creciendo en el 2004 y, pese a la baja rentabilidad de las inversiones en este año, no se observaron claras señales de retirada del

dinero. Las implicaciones del crecimiento de este sector para la estabilidad financiera surgen, principalmente, de sus vínculos con el sector bancario. El acceso de los fondos de inversión de alto riesgo al crédito se vio facilitado por la fuerte competencia existente entre los intermediarios con una alta calidad crediticia, que suelen ser los bancos y las sociedades de valores que proporcionan servicios de financiación, intermediación y de otra índole a estos fondos, con la participación de algunas importantes empresas de la zona del euro. La gestión del riesgo de contraparte de los citados intermediarios, que mejoró tras la casi quiebra de LTCM en 1998, se benefició del uso extendido de las medidas de valor en riesgo y de las pruebas de escenarios de crisis.

#### **EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL**

Los cambios estructurales que se lleven a cabo en el sector bancario pueden tener a largo plazo importantes consecuencias para la estabilidad financiera. Las decisiones estratégicas de las entidades de crédito afectan a la relación riesgo/rentabilidad e inciden, en última instancia, sobre la capacidad de resistencia a las perturbaciones del sistema financiero. Además de los cambios realizados en el ámbito de la regulación y la supervisión (véase sección 2 del presente capítulo), los principales cambios estructurales registrados en el 2004 siguieron llevándose a cabo en el ámbito de la concentración, internacionalización, intermediación y subcontratación<sup>2</sup>.

El sector bancario de la zona del euro se ha caracterizado en los últimos años por un continuo proceso de concentración. En el período 1997-2004 han desaparecido cerca de 2.300 entidades de crédito, debido a una serie de fusiones y adquisiciones y a la reestructuración interna de los grupos bancarios. La reestructuración puede ayudar a los bancos a mantener o mejorar su rentabilidad, lo que debería aumentar la estabilidad del sistema bancario. Sin

<sup>2</sup> Para un análisis más detallado de la evolución estructural del sector bancario, véase el informe del BSC titulado «Review of structural developments in the EU banking sector», noviembre del 2004.



embargo, el impacto final de la reestructuración no está tan claro, en la medida en que este proceso favorece la creación de grandes y complejas instituciones financieras que son sistemáticamente importantes. Ello pone de manifiesto la necesidad de contar con una supervisión eficaz y con mejores mecanismos de control interno de los riesgos.

La mayor parte de las fusiones y adquisiciones se han producido a escala nacional. En los diez últimos años, las fusiones bancarias realizadas en Europa a escala transfronteriza sólo han representado el 15% del volumen total de fusiones del sector bancario, frente a una media de alrededor del 40% en el sector industrial. Esta persistente orientación nacional puede ser debida, entre otras cosas, a la posibilidad de alcanzar mayores sinergias de costes a través de la concentración interna, así como a diferencias en la normativa fiscal o de protección del consumidor y en las culturas empresariales.

Pese al número relativamente reducido de fusiones y adquisiciones transfronterizas, el proceso de internacionalización continúa. Los activos mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en sucursales y filiales establecidas en otros países de la zona representan en la actualidad más del 10% de los activos bancarios no consolidados de la zona. Por otro lado, las entidades bancarias han estado proporcionando cada vez más servicios financieros transfronterizos sin disponer de una oficina local en el país del receptor. En cuanto a las actividades bancarias transfronterizas, sobre todo han crecido las operaciones interbancarias y mayoristas, mientras que el negocio minorista ha mostrado un escaso desarrollo.

El peso de las operaciones minoristas ha aumentado en los últimos años, debido en particular al rápido crecimiento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, lo que pone de relieve la importancia de que las entidades de crédito de la zona del euro se centren en las actividades básicas y tengan un mayor conocimiento de su base de clientes.

En el 2004, siguió aumentando la subcontratación de actividades, dentro del mismo grupo o con proveedores externos. En general, puede afirmarse que las actividades principales se llevan a cabo dentro del banco y las actividades de soporte y de procesamiento se subcontratan en el exterior. En los grupos de mayor tamaño, algunas de las actividades principales son realizadas por filiales especializadas y sus productos son distribuidos por otras entidades del grupo. La subcontratación obedece, básicamente, al deseo de reducir costes, pero también el deseo de trabajar con expertos y a liberar recursos para las actividades principales. Es preciso efectuar el seguimiento de las implicaciones de la subcontratación para la estabilidad financiera, especialmente cuando numerosas instituciones financieras utilizan los servicios de un mismo proveedor.

## 1.2 COOPERACIÓN EN SITUACIONES DE CRISIS

El marco para la cooperación en situaciones de crisis entre los bancos centrales y las autoridades responsables de la supervisión bancaria siguió siendo objeto de mejoras. En junio del 2004, los bancos centrales y los supervisores bancarios de los nuevos Estados miembros acordaron adherirse al Memorándum de Entendimiento (el Memorándum) sobre cooperación en situaciones de crisis, que los bancos centrales y

los supervisores bancarios de los demás Estados miembros de la UE habían firmado en marzo del 2003. Este Memorándum consta de un conjunto de principios y procedimientos para la cooperación transfronteriza entre estas instituciones en situaciones de crisis.

Por otro lado, el BSC y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) han creado un grupo de trabajo conjunto sobre gestión de crisis. El grupo, que está integrado por representantes de los supervisores bancarios y de los bancos centrales de todos los países de la UE, tiene por misión elaborar propuestas encaminadas a mejorar la cooperación, especialmente mediante la determinación de las mejores prácticas para hacer frente a crisis financieras en un contexto transfronterizo. Asimismo, el grupo de trabajo contribuirá a la labor del Comité Económico y Financiero en el ámbito de la gestión de crisis.

## 2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

### 2.1 SECTOR BANCARIO

En el ámbito de la supervisión bancaria, la reforma del marco de adecuación del capital continuó siendo un tema de gran importancia en el 2004. En junio, los gobernadores de los bancos centrales y los máximos responsables de las autoridades supervisoras bancarias de los países del G10 aprobaron el nuevo marco, conocido como nuevo marco de capital de Basilea o Basilea II. Este nuevo acuerdo, cuya aplicación está prevista para finales del 2006, representa prácticamente la culminación de los trabajos que llevaron a cabo el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (el Comité de Basilea) y las instituciones que lo integran a lo largo de un período de cinco años. Sin embargo, la utilización de los enfoques más avanzados para calcular los requerimientos de capital de las entidades de crédito sólo se permitirá un año más tarde.

Tras la aprobación del nuevo marco, en las instancias internacionales y europeas las actividades se centraron en las cuestiones relacionadas con la aplicación del mismo y en el trabajo desarrollado por el Grupo de Implementación del Acuerdo, del Comité de Basilea. Varios países, de los que algunos pertenecen al G10 y otros no, tienen previsto realizar un cuarto estudio cuantitativo de impacto, conocido como «QIS4», cuyos resultados deberían estar disponibles a finales del 2005 y podrían dar lugar a nuevos ajustes cuantitativos del marco en el 2006. El Comité de Basilea ha detectado, asimismo, algunos aspectos técnicos que habrán de ser objeto de mejoras. El BCE seguirá respaldando la aplicación de este proceso, al que contribuirá a través de su participación en calidad de observador en el Comité de Basilea y sus principales subestructuras, incluido el Grupo de Implementación del Acuerdo.

A escala europea, el nuevo marco de adecuación del capital de la UE, que se basará en el Acuerdo de Basilea II, se incorporará a la legislación comunitaria mediante la modificación de la Directiva Bancaria Codificada y de la Directiva sobre adecuación del capital. Contrariamente al marco de Basilea II, que sólo se aplica a las enti-

dades bancarias con actividades internacionales, el marco de capital de la UE se aplicará de forma consolidada e individual a todas las entidades de crédito, así como a las empresas de inversión. El marco de la UE contempla una mayor cooperación y coordinación entre las autoridades supervisoras bancarias, potenciando el papel del «supervisor en base consolidada». Así, en principio, la autoridad supervisora nacional del Estado miembro en que está autorizada la entidad matriz del grupo es la máxima responsable de la supervisión de un grupo transfronterizo de la UE. Se atribuiría un mayor peso a este supervisor, al hacerle responsable de la coordinación del procedimiento y de la aprobación de las solicitudes de utilización de enfoques más avanzados para el cálculo de los requerimientos de capital que puedan presentar grupos transfronterizos de la UE. El reforzamiento de la función del supervisor en base consolidada reduce la carga general de la supervisión relativa a grupos bancarios.

Tras ser consultado por el Consejo de la UE, el BCE emitió un dictamen sobre el nuevo marco de capital de la UE, en el que respaldaba, en general, el nuevo conjunto de normas. El BCE insistió en que será esencial aplicar el nuevo marco de la UE y el marco revisado de Basilea de forma paralela, a fin de garantizar la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito europeas y sus competidores de otros países. El BCE recalcó también la necesidad de potenciar la cooperación entre las autoridades supervisoras, con el fin de que la transposición de la legislación de la UE a las legislaciones y prácticas nacionales y su aplicación se lleven a cabo de una manera uniforme, ámbito en el que el CEBS desempeñará un papel fundamental.

### 2.2 VALORES

Entre las medidas más significativas del plan de acción para los servicios financieros, el Consejo de la UE aprobó en mayo del 2004 la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, que sustituyó al régimen establecido en la Directiva sobre servicios de inversión de

1993. La nueva directiva establece un conjunto completo de normas relativas a todos los centros de negociación, es decir, los mercados regulados, las infraestructuras multilaterales de negociación y los intermediarios que ejecutan las órdenes de los clientes a escala interna. Esta directiva refuerza también la cooperación entre los reguladores financieros, a fin de conseguir un marco de supervisión eficaz en el conjunto de la UE.

Está en curso una mayor armonización de las normas de difusión de información aplicables a las empresas admitidas a cotización en los mercados de capitales europeos. El Consejo de la UE alcanzó en mayo del 2004 un acuerdo político sobre una nueva directiva, conocida como Directiva sobre transparencia. La aplicación de normas de transparencia más elaboradas y armonizadas tendrá efectos beneficiosos sobre la economía europea.

Dada su importancia para la integración de los mercados financieros europeos y el fomento de la estabilidad financiera, el Eurosistema respalda plenamente ambas iniciativas y ha seguido con atención el proceso legislativo correspondiente, al que ha contribuido mediante su colaboración con el Comité Europeo de Valores.

### 2.3 CONTABILIDAD

El Eurosistema tiene interés en que se desarrolle un marco contable armonizado en la UE, en razón de su posible impacto sobre las entidades de crédito y, en última instancia, sobre la estabilidad financiera, puesto que fomentará una mayor integración financiera y contribuirá a incrementar la eficiencia de los mercados financieros en Europa. En el 2004, el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) siguió trabajando en las nuevas normas contables, especialmente en la Norma Internacional Contable 39 (NIC 39) relativa al uso del valor razonable para los instrumentos financieros, que constituyen una parte importante de los balances de las entidades de crédito.

La preocupación por las posibles implicaciones para la estabilidad financiera, expresada principalmente por el Consejo de Gobierno y los responsables de la supervisión prudencial, impulsó al IASB a publicar una revisión del proyecto de NIC 39, en el que se introdujeron algunas restricciones al uso optativo del valor razonable para los instrumentos financieros. En su valoración del proyecto revisado, también basada en elementos cuantitativos, el Consejo de Gobierno respaldó, en general, esta iniciativa, siempre que los bancos utilicen la opción del valor razonable de forma prudente. En este contexto, el presidente del BCE envió una carta al IASB, en septiembre del 2004, en la que solicitaba que la opción del valor razonable se limitara a reducir la volatilidad artificial<sup>3</sup>. El diálogo con el IASB continuará en el 2005.

3 La carta, que va acompañada de un anexo en el que se recogen las principales conclusiones del análisis empírico, se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

### 3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El SEBC tiene el mayor interés en la integración de los mercados financieros y de las infraestructuras de los mercados europeos, debido al papel fundamental que éstos desempeñan en la transmisión de la política monetaria y en la estabilidad financiera. Además, la integración de los mercados financieros debería contribuir a que todos los agentes económicos de la UE operen en igualdad de condiciones, con independencia del país en el que estén radicados. Por otro lado, el artículo 105 del Tratado establece que, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad, entre las que la integración financiera tiene una importancia prioritaria. El SEBC brinda este apoyo mediante una actuación directa y como catalizador de una actuación colectiva de los participantes en el mercado.

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

El Plan de acción para los servicios financieros, puesto en marcha por la Comisión Europea en mayo de 1999, tenía por objeto establecer un régimen legislativo que permitiese el ejercicio efectivo de las libertades de mercado en los servicios financieros de la UE. La adopción, antes de que finalizara el período de sesiones del Parlamento Europeo a mediados del 2004, de 39 de las 42 medidas comunitarias previstas en el Plan supuso una mejora sustancial en la regulación del sector financiero de la UE y constituyó un importante paso adelante en el proceso de integración de los mercados financieros y de las infraestructuras de los mercados europeos. En junio del 2004, el BCE contribuyó a la conferencia de alto nivel sobre la integración financiera europea organizada por la Comisión Europea, en la que se hizo el primer balance de los resultados del Plan de acción. El BCE expresó la opinión, ampliamente compartida por otros participantes, de que la contribución del Plan al establecimiento efectivo de un mercado único financiero dependería de la aplicación y ejecución uniformes de las correspondientes medidas por parte de los Estados miembros. Es probable que transcurra cierto tiempo antes de que se pueda apreciar plenamente su impacto

en las instituciones y en los mercados financieros, ya que un elevado número de medidas clave se han adoptado sólo recientemente y falta su aplicación a escala nacional.

Por lo que respecta al trabajo futuro, el BCE considera que es prioritario elaborar un marco regulatorio eficiente para las instituciones financieras. Este marco debería un mayor grado de armonización entre los Estados miembros que el marco actual y sería lo suficientemente flexible para adaptarse a un entorno cambiante. Este proyecto debería complementarse con un esfuerzo considerable de convergencia de las prácticas de supervisión, que se conseguiría mediante una mayor cooperación entre las autoridades nacionales, especialmente en el seno de los comités de nivel 3. A ello debería añadirse un detenido análisis de la relación entre la integración y la estabilidad financieras. En particular, debería calibrarse el impacto del desarrollo de la banca transfronteriza sobre el control por parte del país de origen, punto fundamental del marco regulatorio de la UE. El trabajo futuro del Plan de acción debería incluir también la política a seguir en materia de competencia, ya que será crucial para el desarrollo de un mercado paneuropeo. La atribución de un papel más importante al sector privado a través de la autorregulación podría fomentar también la integración. El BCE contribuirá a la definición de las iniciativas posteriores del Plan, para lo que serán de utilidad sus investigaciones sobre temas de integración financiera (véase recuadro 12).

#### INICIATIVA «STEP»

El sector privado puede contribuir a la integración financiera mediante una acción colectiva encaminada a promover la convergencia de las prácticas de mercado. El BCE puede actuar como catalizador en este proceso, tal y como lo demuestra su papel en la iniciativa denominada *Short-Term European Paper* (STEP). La Asociación de Mercados Financieros (ACI) puso en marcha esta iniciativa, con el fin de fomentar la convergencia de las normas y prácticas seguidas en los fragmentados mercados europeos de valores a corto plazo. Esta convergencia se logrará si los participantes en el

### RED DE INVESTIGACIÓN SOBRE LOS MERCADOS DE CAPITAL Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA

En el 2002, el BCE y el Center for Financial Studies (CFS) establecieron una red de investigación destinada a promover la investigación sobre los mercados de capitales y la integración financiera en Europa. La red se constituyó inicialmente por un período de dos años, que concluyó en mayo del 2004 con un simposio articulado en torno a los cinco temas que fueron objeto de investigación de forma prioritaria.

La investigación realizada en el área prioritaria de los mercados europeos de renta fija fue particularmente provechosa. La implantación de una plataforma electrónica paneuropea común de negociación (Euro MTS) redujo sustancialmente los costes de transacción. No sólo favoreció una mayor integración en este segmento del mercado, sino que tuvo como consecuencia un aumento de la liquidez y una disminución del rendimiento, en particular en las letras del Tesoro. Sin embargo, persisten algunas disparidades entre los distintos países en los diferenciales de rendimiento, especialmente en los relativos a los bonos a largo plazo. Estas diferencias se explican, en gran medida, por un factor de riesgo internacional y los diferenciales de liquidez sólo tienen importancia en conjunción con este factor. El pujante mercado de renta fija privada muestra un nivel relativamente elevado de integración, mientras que los factores relacionados con el país de emisión de los bonos sólo explican una parte marginal de los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada.

Los trabajos realizados por la red de investigación en sus dos primeros años de funcionamiento han ayudado a identificar tres principales áreas relevantes desde el punto de vista de la adopción de las políticas correspondientes: (i) solventar los problemas estructurales de los sistemas de compensación y liquidación que impiden una mayor integración; (ii) utilizar activamente la política de competencia para evitar prácticas discriminatorias contra proveedores extranjeros de servicios financieros; y (iii) eliminar las diferencias remanentes en las normas financieras nacionales que hacen más costosa de lo necesario la prestación de servicios financieros paneuropeos.

Tras la finalización satisfactoria de la primera fase, el BCE y el CFS decidieron que la red siguiera operando hasta el 2007. El ámbito de actuación de la red se ha extendido a los nuevos Estados miembros de la UE en esta segunda fase, en la que se contempla el estudio de los efectos iniciales del Plan de acción para los servicios financieros sobre el funcionamiento del sistema financiero europeo, así como de los campos que no se investigaron en la primera fase. Las áreas prioritarias de investigación de la red se han ampliado para incluir tres temas que no estaban contemplados en la primera fase: (i) la relación entre la integración y la estabilidad financieras; (ii) la adhesión a la UE, el desarrollo financiero y la integración financiera; y (iii) la modernización del sistema financiero y el crecimiento económico en Europa<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Un amplio resumen de los resultados de los trabajos llevados a cabo en la primera fase de la red de investigación se publicó en el informe titulado «Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years», BCE y CFS, 2004, y en una edición especial de la Oxford Review of Economic Policy, vol. 20(4), 2004, dedicada al tema «European financial integration» y elaborada en colaboración con la red.

mercado cumplen voluntariamente las condiciones especificadas en una convención de mercado en relación con la difusión de información, la documentación, la liquidación y la remisión de datos al SEBC para la elaboración de estadísticas. La ACI concederá una etiqueta STEP a los programas de emisión existentes que cumplan estos requisitos. Sin embargo, la etiqueta no se referirá a la solvencia financiera del emisor, a la liquidez de los activos o a la precisión de los datos proporcionados en el folleto informativo. Por otro lado, seguirán siendo de aplicación las normas nacionales relativas a los instrumentos de renta fija. Los promotores de la iniciativa formularon sus recomendaciones en un informe publicado en marzo del 2004, en el que incluyeron también algunas recomendaciones para el SEBC.

De una forma general, el Consejo de Gobierno valoró favorablemente las recomendaciones de la ACI. Por lo que se refiere, en concreto, a las recomendaciones dirigidas al SEBC, se decidió que, en determinadas condiciones, el SEBC apoyaría técnicamente las actividades relacionadas con la implantación de una etiqueta STEP durante los dos primeros años siguientes a su introducción. No obstante, la responsabilidad de la etiqueta STEP correspondería al Comité de Mercados de STEP. Esta contribución técnica no implicaría que el SEBC adoptara ninguna medida, como la prohibición o la suspensión de la emisión de la tarjeta, en caso de incumplimiento de los requisitos de la convención por parte del emisor. En tal caso, la única consecuencia sería que la ACI retiraría la etiqueta STEP del programa de emisión. El Consejo de Gobierno decidió también seguir la recomendación de elaborar y publicar estadísticas de rendimiento y volumen, que estarían sometidas a la verificación de la eficiencia del proceso de recogida. La ACI está llevando a cabo el proyecto STEP, teniendo en cuenta las decisiones del Consejo de Gobierno.

### ZONA ÚNICA DE PAGOS PARA EL EURO

El BCE actúa también como catalizador para el establecimiento de una zona única de pagos para el euro (SEPA), un proyecto puesto en marcha por el sector bancario europeo en el 2002. El objetivo de la SEPA es conseguir que puedan efectuarse pagos transfronterizos en toda la zona del euro desde una misma cuenta bancaria de forma igual de sencilla y segura que los pagos nacionales. Todos los pagos deberían alcanzar un nivel de seguridad y eficiencia al menos tan alto como el que ofrecen los mejores sistemas de pago nacionales. El BCE participa en calidad de observador en el Consejo Europeo de Pagos, creado por el sector bancario europeo para dirigir este proyecto. A lo largo del 2004, el Eurosistema siguió colaborando estrechamente con los participantes en el mercado, en el seno del Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros, y también con la Comisión Europea, dado el papel complementario que desempeñan la Comisión y el BCE para facilitar la consecución de la SEPA.

En un tercer informe sobre los avances de la SEPA, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación formal de los resultados conseguidos por el sector bancario en este ámbito<sup>4</sup>, acogiendo favorablemente el objetivo del sector bancario de alcanzar una infraestructura totalmente desarrollada de la SEPA para finales del 2010. El Eurosistema recomendó que una SEPA para los ciudadanos esté en pleno funcionamiento ya en el año 2008 y que ofrezca a los ciudadanos y empresas la posibilidad de utilizar instrumentos y estándares paneuropeos también para los pagos nacionales. La responsabilidad de definir los objetivos de la SEPA y la estrategia general recae en el Consejo Europeo de Pagos, aunque su aplicación puede diferir dependiendo de las condiciones locales. Para impulsar la aplicación de estos objetivos a escala nacional, el Eurosistema ha invitado a las comunidades bancarias de la zona del euro a presentar al Consejo Europeo de Pagos en el curso del 2005 planes nacionales para la transición gradual a la SEPA antes de finales del 2010.

4 «Hacia una zona única de pagos para el euro – Tercer informe», BCE, diciembre del 2004.

## PAGOS ELECTRÓNICOS

Los pagos electrónicos son pagos generados y tramitados electrónicamente. En este ámbito, el Eurosistema desarrolla una serie de actividades orientadas a propiciar la cooperación y el consenso en el mercado de pagos electrónicos, efectuar el seguimiento de su evolución, fomentar su seguridad y mejorar la información estadística correspondiente. En el 2004, el BCE siguió haciéndose cargo de la dirección en Internet del Observatorio de Sistemas de Pago Electrónico (ePSO)<sup>5</sup> y celebró, en el mes de noviembre, una conferencia sobre «Pagos electrónicos sin fronteras», tema sobre el cual se redactó previamente un borrador, que se sometió a consulta pública. Aunque se han realizado algunos avances generales, es todavía preciso desarrollar un esfuerzo considerable para lograr unas estructuras de pagos electrónicos transfronterizas seguras, eficientes y fáciles de usar. Ello es particularmente necesario en el caso de los pagos electrónicos al por menor, en los que las características operativas, las tarifas y las normas varían todavía sustancialmente.

## ESTRUCTURAS DE PAGO CON TARJETAS

El Eurosistema atribuye una gran importancia a las tarjetas de pago, especialmente en un contexto transfronterizo, como uno de los principales instrumentos de pago, alternativos al efectivo. El BCE llevó a cabo una encuesta para obtener más información sobre la estructura y las distintas maneras en que se procesan y liquidan los pagos con tarjeta en Europa. La encuesta abarcó distintos aspectos relacionados con la organización, la emisión y adquisición, la infraestructura técnica general, la gestión de riesgos y el marco jurídico. El BCE organizó también una mesa redonda sobre tarjetas de pago, que reunió a los principales participantes en este mercado, donde expresó su creciente interés en este ámbito, dentro de sus actuaciones orientadas a promover una zona única de pagos para el euro. Por otra parte, se convino que era necesario realizar el seguimiento de varios aspectos, como las tarifas de intercambio, la aceptación de tarjetas, el marco regulatorio y la prevención del fraude.

## INFRAESTRUCTURA PARA LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

En abril del 2004, la Comisión Europea realizó una consulta pública sobre la compensación y la liquidación de valores, señalando las medidas que se propone adoptar para fomentar la integración europea y la eficiencia en este ámbito. El Eurosistema respondió de forma favorable a dicha consulta<sup>6</sup>.

El BCE promueve la integración y la reforma de la compensación y liquidación de valores mediante su participación en el grupo de expertos sobre compensación y liquidación, que fue creado por la Comisión en el 2004 con la misión de desempeñar funciones de asesoramiento y seguimiento sobre estos temas. El BCE contribuye así a la coordinación de las iniciativas de los sectores público y privado y mantiene un estrecho contacto con el mercado, con el propósito de eliminar las barreras técnicas identificadas por el Grupo Giovannini, un foro de expertos financieros que asesora a la Comisión en cuestiones relacionadas con el sector financiero. Por otra parte, el BCE celebró una reunión conjunta con la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores y la Asociación de Centrales Depositarias de Valores de Europa Central y Oriental, en la que los trabajos se centraron en la integración del sector de compensación y liquidación de la UE. El BCE ve favorablemente nuevas iniciativas orientadas hacia la creación de una única asociación europea de centrales depositarias de valores.

El proceso de consolidación de la infraestructura europea para los valores prosiguió en el 2004 con la fusión de las centrales depositarias de valores finlandesa y sueca en un nuevo grupo que ha establecido la utilización de una plataforma tecnológica común como objetivo a largo plazo.

5 El ePSO es una plataforma compartida de información sobre pagos electrónicos. Su dirección en Internet es [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

6 «Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response», BCE, julio del 2004.

### SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Para medir el grado de integración financiera de la zona del euro, el BCE ha elaborado varios indicadores que figuran en un documento de la serie *Occasional Papers* de esta institución, publicado en el 2004<sup>7</sup>. Los indicadores sirven como base para evaluar los avances realizados en la integración de distintos mercados finan-

cieros. En el recuadro 13 se proporciona más información sobre la integración del mercado de crédito de la zona del euro. El BCE tiene la intención de seguir evaluando los progresos futuros de la integración financiera.

<sup>7</sup> Véase L. Baele et al., «Measuring financial integration in the euro area», ECB Occasional Paper n.º 14, mayo del 2004.

#### Recuadro 13

##### INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCADO DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

La comparación de los tipos de interés de los distintos países proporciona una importante indicación de la integración del mercado bancario minorista. A medida que aumenta el grado de integración, cabe esperar que se reduzcan los diferenciales de tipos de interés de productos bancarios similares entre los distintos países. Sin embargo, la existencia de diferencias entre productos e instituciones hace más difícil comprobar en la práctica si los diferenciales disminuyen efectivamente. Esto es particularmente cierto en los mercados bancarios minoristas, que siguen teniendo un carácter predominantemente local en la zona del euro. Los diferenciales entre países se deben no sólo a las barreras geográficas, sino también a otros numerosos factores de índole económica, estructural e institucional, que suponen diferencias en materia de regulación, competencia, relaciones entre las entidades bancarias y sus clientes y desarrollo general del sistema financiero.

Las estadísticas armonizadas de tipos de interés elaboradas por el BCE pueden utilizarse para medir la integración en el mercado de crédito de la zona del euro. Sin embargo, al interpretar los datos debe tenerse en cuenta que, dentro de cada categoría de tipos de interés, puede existir todavía una considerable heterogeneidad entre las series nacionales. Estas diferencias se deben, por ejemplo, a la agregación de varios instrumentos dentro de las actuales bandas de vencimientos y a la agregación de préstamos con y sin garantías dentro de una misma categoría. Teniendo en cuenta las limitaciones que presentan los datos, algunas medidas de integración basadas en la dispersión de los tipos de interés entre los distintos países de la zona del euro indican que el grado de integración varía de forma significativa entre diferentes segmentos del mercado. Por ejemplo, la integración parece ser más alta en los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y en los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras. La integración resulta más baja en los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras y en el crédito al consumo concedido a los hogares.

## 4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Una de las funciones encomendadas al Euro-sistema es la vigilancia de los sistemas de pago y compensación. Esta función tiene por objeto garantizar la eficacia y la seguridad de los flujos de pagos de la economía. Por otro lado, el Eurosistema tiene un interés general en otras infraestructuras que se utilizan para la transferencia de valores, como los sistemas de compensación y liquidación de valores, dado que todo fallo que se produzca durante la liquidación de los activos de garantía podría comprometer la ejecución de la política monetaria y el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

### 4.1 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y DE LOS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todos los sistemas de pago en euros, incluidos aquéllos en los que actúa como gestor. El Eurosistema aplica a sus propios sistemas de pago los mismos criterios de vigilancia que a los sistemas privados. Estos criterios están recogidos en los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes adoptados en el 2001 por el Consejo de Gobierno como base de su política de vigilancia de dichos sistemas.

#### TARGET Y OTROS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

El marco de vigilancia de TARGET ha sido perfeccionado mediante la definición de los requerimientos metodológicos mínimos que todos los BCN y el BCE deberían cumplir al llevar a cabo la vigilancia de TARGET. También TARGET2 ha empezado a ser analizado desde el punto de vista de la vigilancia.

En el 2004, los sistemas de grandes pagos en euros fueron evaluados conforme a los Principios Básicos, basando el análisis en su situación a mediados del 2003. Los resultados de esta evaluación, que fueron publicados en mayo del mismo año, mostraron un alto grado de cumplimiento de estos principios en todos los componentes de TARGET. Se observó la necesidad de

realizar algunas mejoras en materia de eficiencia económica y de continuidad de procesos, aspectos que serán objeto de seguimiento por parte de los operadores y de los responsables de la vigilancia de TARGET. Éstos últimos han puesto de manifiesto el importante papel que desempeñan los operadores, a través de la gestión de riesgos, en garantizar el funcionamiento seguro de TARGET. Los responsables de la vigilancia del sistema hicieron una valoración, en general, positiva del informe de situación de riesgos del sistema elaborado por los operadores. La evaluación de los sistemas de grandes pagos en euros de propiedad privada no reveló deficiencias significativas.

#### EURO 1

La vigilancia de EURO 1 se centró en los planes de EBA Clearing (EBA), el operador de EURO 1, para desarrollar el Mecanismo Flexible de Liquidación, que permite a las entidades de crédito liquidar en EURO 1 sus posiciones en STEP 2 sin ser miembros ni accionistas directos de EURO 1. STEP 2 es el sistema de pequeños pagos de la EBA. Previa aprobación del BCE en su calidad de responsable de la vigilancia, la EBA tiene la intención de ampliar esta función, actualmente limitada específicamente a los miembros directos de EURO 1, para permitir a todos los miembros transferir dinero del banco central a EURO 1 a través de TARGET, con el fin de incrementar su capacidad de proceso de pagos.

#### SISTEMA CLS

El sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) realiza la liquidación de las operaciones en divisas según la modalidad de pago contra pago, por lo que el riesgo de liquidación de divisas queda eliminado de forma muy significativa. En la actualidad, se liquidan 15 divisas cotizadas en los mercados internacionales, que incluyen, desde diciembre del 2004, el dólar de Hong Kong, el dólar neozelandés, el won coreano y el rand sudafricano.

En diciembre del 2004, el sistema CLS procesó una media diaria de 69.000 operaciones, por un importe diario medio de 960 mm de dólares

estadounidenses<sup>8</sup>. Según una encuesta realizada por el BPI en abril del 2004, en la época en la que se recopilaron los datos CLS abarcaba cerca de una cuarta parte de la totalidad del mercado de divisas. Tras el dólar estadounidense, el euro es la divisa más liquidada a través de CLS. En diciembre del 2004, las liquidaciones en euros efectuadas por el sistema CLS alcanzaron una media diaria de 309 mm de euros, equivalente al 22% de las liquidaciones totales, frente a las liquidaciones en dólares estadounidenses que representaron el 46%. La participación del euro disminuyó ligeramente en comparación con el 2003, como consecuencia del mayor número de divisas liquidadas a través de CLS y de efectos de valoración.

El BCE tiene la doble función de participar en la vigilancia del sistema CLS y de proporcionar servicios de liquidación. El BCE participa en la vigilancia cooperativa de CLS, que llevan a cabo los bancos centrales de los países del G10 y de otros países que no pertenecen al grupo, cuyas divisas son liquidadas a través del sistema, siendo la Reserva Federal el supervisor principal. En el 2004, el BCE prestó la mayor parte de su atención como supervisor al reforzamiento de la solidez técnica de CLS y al desarrollo de un marco adecuado para la inclusión de nuevas divisas.

El BCE considera que el sistema CLS es una solución muy convincente para reducir el riesgo de liquidación de divisas para las operaciones en euros. Sin embargo, sólo una pequeña parte de las operaciones mayoristas con divisas en las que interviene el euro se liquidan a través de CLS. Por este motivo, los bancos han sido invitados a revisar sus prácticas de liquidación de operaciones con divisas y a valorar si sus métodos de reducción de este riesgo son apropiados.

#### **SWIFT**

La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) es la proveedora de una red de mensajería que permite el intercambio seguro de mensajes financieros entre entidades financieras. Aunque no es un banco ni una institución financiera, esta entidad está

sujeta a la vigilancia de los bancos centrales, dada su importancia para el buen funcionamiento del sistema financiero internacional. El BCE contribuye a la vigilancia de SWIFT, que se lleva a cabo mediante la colaboración entre los bancos centrales del G10 y el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, que es el supervisor principal. En el 2004 se reforzaron los mecanismos de vigilancia para garantizar la adecuada participación de los supervisores de todos los países del G10 y para permitir una comunicación más eficiente entre SWIFT y los responsables de la vigilancia. La atención del supervisor se centró en la solidez técnica de SWIFT ante situaciones de crisis, en sus procesos internos de gestión de riesgos y en la sustitución de su antigua red de mensajería por SWIFTNet, una infraestructura tecnológica basada en Internet.

#### **ACUERDOS DE CORRESPONSALÍA BANCARIA**

Las entidades de crédito establecen con frecuencia los llamados acuerdos de corresponsalía bancaria por los cuales se proporcionan mutuamente servicios de pago y otros relacionados, principalmente transfronterizos. En el 2004, el Eurosistema realizó una cuarta encuesta sobre los acuerdos de corresponsalía, cuyos resultados confirmaron que la corresponsalía en euros se concentra en un número reducido de participantes en la UE. En la actualidad, esta elevada concentración no constituye un riesgo sistémico inmediato. Sin embargo, dado su interés por la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, el Eurosistema seguirá de cerca la evolución de esta área de actividad.

#### **4.2 SERVICIOS DE PEQUEÑOS PAGOS**

##### **VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PEQUEÑOS PAGOS**

Sobre la base de los «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros» adoptados por el Consejo de Gobierno en

<sup>8</sup> Cada operación supone dos transacciones, en las monedas respectivas. Así, en diciembre del 2004, el sistema CLS liquidó operaciones por un importe diario medio equivalente a 1.920 mm de dólares estadounidenses.

el 2003, un ejercicio de clasificación realizado en el 2004 identificó 15 sistemas de pequeños pagos en euros de cuya vigilancia es responsable el Eurosistema. Seis de ellos fueron clasificados como sistemas sistémicamente importantes, por lo que deben cumplir la totalidad de los diez Principios Básicos. Siete fueron considerados sistemas de importancia significativa y han de cumplir los estándares del Eurosistema para los sistemas de pequeños pagos (un subconjunto de los Principios Básicos). Dos sistemas no entraban en ninguna de estas dos categorías y estarán sujetos a los estándares que las autoridades responsables de su vigilancia establezcan. Los sistemas de importancia sistémica y de importancia significativa son evaluados en relación con los estándares de vigilancia por los BCN correspondientes, mientras que el BCE es responsable de la evaluación del sistema STEP2 de la EBA. El Eurosistema coordina el ejercicio general de evaluación para garantizar una aplicación uniforme en los distintos países.

#### **SISTEMAS DE DINERO ELECTRÓNICO**

Tras la definición de los objetivos de seguridad para los sistemas de dinero electrónico realizada en el 2003 y como consecuencia de la evaluación voluntaria efectuada por algunos de estos sistemas, el Eurosistema empezó en el 2004 a perfilar los requerimientos metodológicos y el ámbito de aplicación en los que se basará la evaluación de los sistemas prevista en el 2005.

#### **4.3 SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES**

El Eurosistema desempeña dos funciones orientadas al buen funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores y a su vigilancia. En primer lugar, el Consejo de Gobierno evalúa los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la UE para comprobar si cumplen los nueve estándares específicos que el Eurosistema estableció como usuario<sup>9</sup>. En segundo lugar, el Eurosistema colabora con otras autoridades responsables de la regulación y vigilancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores en la UE. En este con-



texto, el BCE fomentó el debate sobre el desarrollo de un marco regulatorio paneuropeo para la compensación y liquidación mediante su participación en el grupo de expertos de la Comisión sobre compensación y liquidación. La cooperación del SEBC con el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) ha sido fundamental para el desarrollo de estándares paneuropeos que se aplicarán a la compensación y liquidación. Por otro lado, el BCE contribuyó a los trabajos del Grupo de los Treinta, un comité asesor internacional, con el fin de asegurar que las recomendaciones del Grupo relativas a la compensación y liquidación, publicadas en el 2003, se apliquen en línea con las iniciativas de la UE. El BCE influyó en la iniciativa de la Comisión de actualizar la Directiva sobre la firmeza de la liquidación, adoptada en 1998. Por último, el BCE participó también en la elaboración de las recomendaciones para las entidades de contrapartida central formuladas por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

<sup>9</sup> A falta de estándares de vigilancia armonizados a escala de la UE, los estándares como usuario de los sistemas se han considerado de hecho como estándares comunes para los SLV de la UE, motivo por el cual se tratan en el presente capítulo. No obstante, los estándares como usuario de los SLV no representan un conjunto completo de estándares de vigilancia o supervisión de estos sistemas.

### **EVALUACIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES**

Todas las operaciones de crédito del Euro-sistema han de realizarse con activos de garantía admitidos. Estos incluyen los valores entregados al Eurosistema a través de los SLV, es decir, de los proveedores de servicios especializados en la transferencia de la propiedad legal de los valores admitidos, o de derechos equivalentes sobre los mismos, entre distintas partes. Con objeto de limitar los riesgos a los que está expuesto durante este proceso, el Eurosistema evalúa anualmente los SLV que utiliza, a fin de determinar si cumplen los nueve estándares como usuario<sup>10</sup>. En el 2004 se evaluaron 18 sistemas comprobándose que todos ellos mostraban un alto nivel de cumplimiento de dichos estándares y se esforzaban por introducir nuevas mejoras. Algunos sistemas han alcanzado una mayor fiabilidad operativa y se han adoptado medidas destinadas a reforzar la solvencia financiera de los gestores de los sistemas. El Eurosistema acoge con satisfacción y sigue atentamente todos los esfuerzos encaminados a mejorar la eficiencia y seguridad de los SLV utilizados en sus operaciones de crédito.

### **COOPERACIÓN CON EL COMITÉ DE REGULADORES EUROPEOS DE VALORES**

En el 2001, el Consejo de Gobierno aprobó un marco para la colaboración en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores entre el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV). A estos efectos se creó un grupo de trabajo compuesto por un representante de cada uno de los bancos centrales que integran el SEBC y de cada uno de los reguladores de valores del CREV. El grupo de trabajo elaboró un informe titulado *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*<sup>11</sup>, que fue aprobado por el Consejo de Gobierno y el CREV en octubre del 2004. En el informe se establecen 19 estándares, basados en las recomendaciones del CPSS y de la IOSCO para los SLV, denominadas recomendaciones CPSS-IOSCO, que tienen por objeto incrementar la seguridad, fiabilidad y eficiencia de la compensación y liquidación de valores de la UE (véase recuadro 14). En

comparación con las Recomendaciones CPSS-IOSCO, los estándares SEBC-CREV tienen por objeto profundizar y reforzar los requerimientos en algunas áreas, atendiendo a las características específicas de los mercados europeos. El objetivo general de los estándares SEBC-CREV es fomentar la integración de los mercados de capitales de la UE, por lo que atribuyen mayor importancia a soluciones comunes y a la interoperabilidad. Se ha tenido en cuenta el trabajo de la Comisión en este campo.

El grupo de trabajo ha desarrollado su labor de una manera abierta y transparente. En varias ocasiones se solicitó a las partes interesadas en la compensación y liquidación de valores que hiciesen comentarios al respecto. Las respuestas recibidas fueron estudiadas con atención y el grupo de trabajo puso todo su empeño en que estas opiniones se tuviesen en cuenta en los estándares. Estos estándares se aplicarán cuando la metodología de evaluación de los sistemas haya sido desarrollada como continuación del informe. Desde octubre del 2004, el grupo ha seguido trabajando en los cuatro ámbitos siguientes: (i) desarrollo de una metodología de evaluación de los estándares para los SLV; (ii) desarrollo de los estándares y de una metodología de evaluación de las entidades de contrapartida central; (iii) análisis de las cuestiones relacionadas con los custodios considerados significativos; y (iv) análisis de los temas de interés para la cooperación entre las autoridades de regulación, supervisión y vigilancia.

<sup>10</sup> «Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations», enero de 1998.

<sup>11</sup> Disponible en la dirección del BCE en Internet.

**ESTÁNDARES PARA LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA***Estándar 1: Marco legal*

Los sistemas de compensación y liquidación de valores y los enlaces entre dichos sistemas deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente en las jurisdicciones pertinentes.

*Estándar 2: Confirmación de la negociación y case de las instrucciones para la liquidación*

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversores institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0, pero no más tarde de T+1.

El case de las instrucciones para la liquidación debe tener lugar tan pronto como sea posible. Para los ciclos de liquidación superiores a T+0, el case debería producirse no más tarde del día anterior a la fecha de liquidación especificada.

*Estándar 3: Ciclos de liquidación y horario de funcionamiento*

La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada en todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación debe producirse no más tarde de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de ciclos de liquidación inferiores a T+3 en el ámbito de la UE.

Las centrales depositarias de valores y, cuando proceda, las entidades de contrapartida central deben armonizar sus horarios y días de funcionamiento y permanecer abiertas al menos en las horas y días de funcionamiento de TARGET para las operaciones denominadas en euros.

*Estándar 4: Entidades de contrapartida central*

Deben evaluarse los beneficios y costes del establecimiento de una entidad de contrapartida central. Cuando se opte por introducir este mecanismo, dicha contrapartida debe controlar de forma rigurosa los riesgos que asume.

*Estándar 5: Préstamo de valores*

El préstamo y toma de valores, o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos, deben fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores y evitar incumplimientos en la misma. Para ello, deben eliminarse las barreras que impiden la práctica del préstamo de valores. Los mecanismos de préstamo de valores deben ser solventes, seguros y eficientes.

*Estándar 6: Centrales depositarias de valores*

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en las centrales depositarias de valores en la medida de lo posible. Para salvaguardar la integridad de los valores emitidos y los intereses de los inversores, dichas centrales deben garantizar que la emisión, tenencia y transferencia de valores se lleven a cabo de una manera adecuada y correcta.

*Estándar 7: Entrega contra pago*

El riesgo de principal debe eliminarse vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

*Estándar 8: Momento de la firmeza en la liquidación*

La firmeza intradía de la liquidación debe lograrse mediante el proceso en tiempo real y/o por ciclos múltiples, a fin de reducir los riesgos y permitir una liquidación eficiente entre los sistemas.

*Estándar 9: Control del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez*

Por motivos de estabilidad sistémica, es importante que las centrales depositarias de valores operen sin interrupciones. Por lo tanto, si la legislación nacional no les permite conceder crédito, las centrales deben limitar sus actividades crediticias a lo estrictamente necesario para el buen funcionamiento de la liquidación de valores y el servicio de activos. Aquellas que conceden crédito, incluido el crédito intradía y a un día, deben asegurar que, siempre que sea factible, sus riesgos crediticios estén totalmente garantizados. El crédito sin garantías debe restringirse a un número limitado de casos claramente identificados y debe estar sujeto a medidas adecuadas de control de riesgos, que incluyan límites a la exposición al riesgo, la calidad de la contrapartida y la duración del crédito.

La mayor parte de los custodios están sujetos a las normas bancarias de la UE. Para los que gestionan mecanismos de liquidación de valores considerados significativos y, a fin de contener los riesgos sistémicos asociados a su actividad de liquidación de valores, los reguladores de valores, los supervisores bancarios y los responsables de la vigilancia nacionales deben examinar las políticas de gestión de riesgos aplicadas por estos custodios para comprobar si son las adecuadas en relación con los riesgos originados para el sistema financiero. En particular, deben considerar la posibilidad de elevar el nivel de las garantías exigidas para las exposiciones crediticias, incluido el crédito intradía.

Los operadores de sistemas de liquidación netos deben establecer controles de riesgos que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de requisitos de garantías y límites de crédito.

*Estándar 10: Activos para la liquidación del efectivo*

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones de pago derivadas de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero en el banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los participantes en el sistema de posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

*Estándar 11: Fiabilidad operativa*

Las fuentes de riesgo operativo que surgen en el proceso de compensación y liquidación deben ser identificadas, controladas y evaluadas de forma periódica. Este riesgo debe ser minimizado mediante el desarrollo de sistemas adecuados y de controles y procedimientos eficaces. Los sistemas y funciones correspondientes deben (i) ser fiables y seguros, (ii) basarse en soluciones técnicas solventes, (iii) desarrollarse y mantenerse de acuerdo con procedimientos de probada eficacia, (iv) tener una capacidad adecuada y ampliable, (v) disponer de mecanismos apropiados de continuidad de procesos y de recuperación en caso de siniestro, y (vi) someterse

a auditorías frecuentes e independientes de los procedimientos que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización del proceso de liquidación.

*Estándar 12: Protección de los valores de los clientes*

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores de todas las entidades que intervienen en la cadena de custodios.

*Estándar 13: Gobierno corporativo*

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las centrales depositarias de valores y las entidades de contrapartida central deben estar diseñados para cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los participantes del mercado.

*Estándar 14: Acceso*

Las centrales depositarias de valores y las entidades de contrapartida central deben tener criterios de participación objetivos y a disposición del público, que permitan un acceso justo y abierto. Las reglas y los requisitos que restringen el acceso deben tener por objeto controlar los riesgos.

*Estándar 15: Eficiencia*

Al tiempo que realizan operaciones seguras y fiables, los sistemas de compensación y liquidación de valores deben ser eficientes.

*Estándar 16: Procedimientos de comunicación, estándares de mensajería y proceso automático de principio a fin*

Las entidades que proporcionan servicios de compensación y liquidación de valores y los participantes en sus sistemas deben utilizar o adoptar los procedimientos de comunicación internacionales, así como unos estándares de mensajería y de datos de referencia adecuados para facilitar la compensación y liquidación eficientes de las operaciones entre los sistemas. Con ello se fomentará el tratamiento automatizado de principio a fin de las operaciones con valores.

Los proveedores de servicios deben ir incorporando dichos procedimientos, a fin de contribuir a que las operaciones puedan procesarse de forma oportuna, segura y eficiente en términos de costes, desde la confirmación al case, la compensación de saldos, la liquidación y la custodia.

*Estándar 17: Transparencia*

Las centrales depositarias de valores y las entidades de contrapartida central deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con los servicios de compensación y liquidación de valores.

Los custodios considerados significativos deben proporcionar información suficiente para que sus clientes puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos relacionados con los servicios de compensación y liquidación de valores.

*Estándar 18: Regulación, supervisión y vigilancia*

Las entidades que proporcionan servicios de compensación y liquidación de valores deben estar sujetas, como mínimo, a una regulación y supervisión transparentes, sólidas y efectivas.

Los sistemas y mecanismos de compensación y liquidación de valores deben estar sujetos, como mínimo, a una vigilancia transparente, sólida y efectiva por parte de los bancos centrales. Los bancos centrales, los reguladores de valores y los supervisores bancarios deben cooperar conjuntamente, de manera efectiva y transparente, a escala nacional y transfronteriza y, en particular, en el ámbito de la Unión Europea.

*Estándar 19: Riesgos en los enlaces transfronterizos<sup>1</sup>*

Las CDV que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva.

<sup>1</sup> Este estándar no se aplica a los enlaces establecidos por las entidades de contrapartida central, tema que se abordará en los futuros trabajos del SEBC-CREV sobre las entidades de contrapartida central.



**Artista**

Ana Luísa Ribeiro

**Título**

Sin título, 2002

**Técnica**

Óleo sobre lienzo

**Tamaño**

150 × 230 cm

© Banco Central Europeo



**CAPÍTULO 4**

**ASUNTOS EUROPEOS  
Y RELACIONES  
INTERNACIONALES**

# I ASUNTOS EUROPEOS

## 1.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

### EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En el año 2004, se juzgó que dos países de la zona del euro –Grecia y los Países Bajos– y seis de los diez nuevos Estados miembros de la UE –República Checa, Chipre, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia– habían pasado a encontrarse en una situación de déficit público excesivo (véase también la sección 2.5 del capítulo 1). Los procedimientos de déficit excesivo iniciados en el 2003 respecto a Francia y Alemania siguieron aplicándose, aunque de facto quedaron en suspenso tras las conclusiones adoptadas por el Consejo ECOFIN de 25 de noviembre de 2003. En virtud de estas conclusiones, Francia y Alemania deberían corregir sus déficit excesivos antes de que acabara el año 2005, y no el 2004 como estaba previsto en la recomendaciones formuladas para estos dos países por el propio Consejo ECOFIN de conformidad con el apartado 7 del artículo 104 del Tratado. En el caso de Portugal, el procedimiento de déficit excesivo fue derogado.

En julio del 2004, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas anuló las conclusiones adoptadas por el Consejo ECOFIN de 25 de noviembre de 2003 respecto a Francia y Alemania, dado que contenían una decisión de mantener en suspenso los procedimientos de déficit excesivo y de modificar las recomendaciones formuladas anteriormente a esos dos países. El Tribunal subrayó que deben respetarse siempre las normas y procedimientos previstos en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como el derecho de iniciativa de la Comisión.

El BCE expresó su satisfacción de que la resolución del Tribunal confirmara la necesidad de aplicar plenamente las normas y los procedimientos previstos en el Tratado y en el Pacto, instando a las instituciones interesadas a tomar las medidas oportunas para velar por su plena aplicación.

En septiembre del 2004, la Comisión emitió una comunicación sobre el reforzamiento de la

gobernanza económica y la mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En dicha comunicación se formulaba una serie de propuestas para reformar el Pacto. Entre las relacionadas con las medidas preventivas del Pacto, cabe señalar las encaminadas a garantizar la adopción, en una etapa más temprana, de medidas para corregir una evolución inadecuada, recurriendo de forma más puntual y activa a los mecanismos de alerta rápida, redefinir los objetivos a medio plazo de los saldos presupuestarios para tomar en consideración las circunstancias específicas de cada país, y hacer mayor hincapié en la deuda y la sostenibilidad al supervisar la situación de las finanzas públicas. Entre las propuestas relativas a las medidas correctivas, figuran las destinadas a modificar la definición de las circunstancias excepcionales en las que no se considera excesiva una ratio de déficit superior al 3% del PIB, a variar la trayectoria del ajuste para corregir un déficit excesivo y a clarificar el criterio de deuda.

En el debate sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo de Gobierno expresó la opinión de que no sólo sería posible, sino también beneficioso, mejorar su implementación. A este respecto, resultan útiles las propuestas de la Comisión Europea para mejorar la aplicación de la parte preventiva del Pacto. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno advirtió en contra de modificar el Pacto y, en particular, el procedimiento de déficit excesivo, y consideró que la credibilidad del umbral del 3% es esencial para anclar las expectativas de disciplina presupuestaria.

En septiembre del 2004, Grecia notificó cifras de déficit y de deuda para el período comprendido entre los años 2000 y 2003 considerablemente más altas que las publicadas anteriormente. El ratio de déficit sobrepasaba el valor de referencia del 3% del PIB. Posteriormente, se publicaron cifras revisadas correspondientes al período comprendido entre 1997 y 1999, que también arrojaron déficit superiores al 3% del PIB (véase también la sección 2.5 del capítulo 1). El BCE considera de vital importancia para la credibilidad de la supervisión presupuestaria,

y de la UEM en general, la compilación fiable de estadísticas sobre finanzas públicas y su presentación exacta y puntual. Las normas de contabilidad europeas deben respetarse íntegramente al registrar todos los gastos e ingresos, y han de aplicarse de forma coherente y estable a lo largo del tiempo y de manera homogénea en todos los Estados miembros.

### LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En la reunión celebrada en Lisboa en marzo del 2000, el Consejo Europeo formuló una estrategia a diez años –la estrategia de Lisboa– para lograr que en del 2010 la UE se convirtiera en «la economía basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo, capaz de un crecimiento económico sostenido, con más y mejores empleos y una mayor cohesión social». A finales del 2004, los resultados alcanzados en el marco de esta estrategia eran desiguales. Se ha progresado en algunos ámbitos, por ejemplo, en lo relativo a los mercados de trabajo. Sin embargo, en la mayoría de los temas, los avances han sido mediocres. Está claro que habría que acelerar significativamente el ritmo de las reformas si se deseara alcanzar los objetivos previstos en Lisboa para el año 2010.

En este contexto, el Consejo Europeo, en su reunión de primavera del 2004, decidió llevar a cabo una revisión de la estrategia de Lisboa. Como primera medida, invitó a la Comisión a crear un grupo de alto nivel, presidido por Wim Kok, con el fin de efectuar una evaluación independiente de los progresos alcanzados en el marco de la estrategia, que serviría de base para la revisión intermedia que llevarían a cabo la Comisión y el Consejo de la UE. Está previsto que la revisión se concluya a tiempo para la reunión de primavera del Consejo Europeo de marzo del 2005.

En noviembre del 2004, el grupo de alto nivel presentó su informe, titulado «Hacer frente al desafío», en el que se subraya que, frente a los dos retos paralelos que plantean la competencia mundial y el envejecimiento de la población, mantener el status quo no es una opción para la UE, especialmente si desea preservar su modelo



social. La conclusión del informe es que deben mantenerse tanto los ambiciosos objetivos de la estrategia de Lisboa, como el plazo límite del año 2010 fijado para alcanzarlos. En el informe se pide una mejor priorización de los objetivos y la adopción de medidas urgentes en cinco ámbitos clave: la sociedad del conocimiento, el mercado interno, el clima empresarial, el mercado de trabajo y la sostenibilidad del medio ambiente.

El BCE ha respaldado en repetidas ocasiones los objetivos de la estrategia de Lisboa y ha expresado su apoyo a los esfuerzos desplegados por los gobiernos y por los interlocutores sociales. También ha instado a que se adopten más rápidamente las medidas necesarias y a que se realice un seguimiento más eficaz de los progresos en materia de reformas. La reforma es esencial para garantizar el crecimiento y las oportunidades de empleo en el futuro, y también para mejorar la capacidad de la zona del euro de hacer frente a perturbaciones económicas. En particular, las reformas de los mercados de trabajo, capital, bienes y servicios pueden estimular la inversión y reducir la persistencia de la inflación a través de un aumento de la competencia. La UE debería aprovechar esta revisión intermedia para revitalizar la estrategia de Lisboa y acelerar el ritmo de las reformas estructurales.

## 1.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

### LA CONSTITUCIÓN EUROPEA

En la reunión final de la Conferencia Intergubernamental celebrada los días 17 y 18 de junio de 2004, los Jefes de Estado o de Gobierno alcanzaron un acuerdo sobre el Tratado por el que se establece una Constitución para Europa (la Constitución Europea). La Constitución Europea se suscribió en Roma el 29 de octubre de 2004. Una vez ratificada por los 25 Estados miembros, de conformidad con los respectivos procedimientos nacionales, la Constitución entrará en vigor el 1 de noviembre de 2006. En algunos Estados miembros, el proceso de ratificación incluirá la celebración de un referéndum.

El BCE siguió atentamente los debates de la Conferencia Intergubernamental y contribuyó de manera formal y oficiosa a las negociaciones sobre cuestiones de interés para las funciones y competencias del propio BCE, el Euro-sistema y el SEBC. De conformidad con el artículo 48 del Tratado sobre la Unión Europea, se consultó al BCE, y el Consejo de Gobierno, con fecha 19 de septiembre de 2003, adoptó un dictamen sobre el proyecto del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa<sup>1</sup>. Además, el presidente del BCE remitió cartas al presidente del Consejo de la UE en noviembre de 2003 y abril de 2004, con el fin de explicar más a fondo este dictamen<sup>1</sup>.

El BCE acogió con satisfacción los esfuerzos desplegados por la Convención sobre el Futuro de Europa y por la Conferencia Intergubernamental posterior para simplificar, racionalizar y clarificar el marco jurídico e institucional de la UE. Asimismo indicó muy claramente que las disposiciones por las que actualmente se rige la UEM son acertadas en lo que se refiere a los objetivos y a la asignación de responsabilidades.

En particular, el BCE consideró esencial que la estabilidad de precios siga siendo no sólo el objetivo principal del BCE y del SEBC, sino también un objetivo declarado de la UE. La

Constitución Europea confirma plenamente esta opinión.

A juicio del BCE, también es indispensable para poder desempeñar con éxito sus cometidos que se preserven las características institucionales especiales del BCE y del SEBC, que diferencian al BCE de otras instituciones europeas. La Constitución Europea preserva esas características institucionales especiales al confirmar la independencia del BCE, el SEBC y los BCN, así como la personalidad jurídica y las potestades normativas del BCE. La Constitución subraya aún más el carácter especial del BCE al clasificarlo como una de las «otras instituciones y organismos consultivos de la Unión». Así pues, el BCE aparece citado por separado de las «Instituciones de la Unión», a saber, el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo, el Consejo de Ministros, la Comisión Europea y el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que forman parte del denominado «marco institucional» de la UE.

A petición concreta del BCE se ha introducido en la Constitución Europea el término «Euro-sistema». Dicho término, que hace referencia al BCE y a los BCN de la zona del euro, y que fue adoptado por el Consejo de Gobierno en 1999, ayuda a diferenciar el SEBC, que comprende todos los bancos centrales de la UE, del sistema de bancos centrales de la zona. Además, el término «Eurosistema» refleja adecuadamente el hecho de que el BCE y los BCN de la zona del euro son partes integrantes de un solo sistema (véase también el capítulo 8).

A la vista de este resultado, el BCE estima que la Constitución Europea confirma el marco monetario en vigor en la UE. El BCE consideraría muy positivo que el proceso de ratificación concluyera con éxito.

### NUEVOS MÉTODOS DE TRABAJO DEL EUROGRUPO

Durante la reunión informal del Consejo ECOFIN celebrada los días 10 y 11 de septiembre de 2004 en Scheveningen (Países Bajos), los

<sup>1</sup> CON/2003/20.

ministros de Economía y Hacienda de la zona alcanzaron un acuerdo respecto a los nuevos métodos de trabajo del Eurogrupo, para aumentar su eficiencia y eficacia.

Entre estos nuevos métodos cabe señalar la celebración de debates estratégicos más orientados hacia el futuro, en particular con respecto a las reformas estructurales, y la creación de una presidencia estable que desempeñe sus funciones durante un período de dos años en lugar del actual sistema de rotación cada seis meses. El presidente del Eurogrupo es elegido entre sus miembros por mayoría simple. En Scheveningen se eligió para un período de dos años (2005-2006) a Jean-Claude Juncker, primer ministro y ministro de Hacienda de Luxemburgo.

El BCE, al que se invita regularmente a participar en las reuniones del Eurogrupo, intervino en el examen de sus métodos de trabajo. En opinión del BCE, estos nuevos métodos, incluida la creación de una presidencia del Eurogrupo estable, contribuirían a hacer más eficiente y eficaz el funcionamiento del Eurogrupo. Los nuevos métodos no conllevan cambio alguno en la asignación de responsabilidades entre el BCE y los ministros de Hacienda de la zona del euro en el marco de la UEM. No obstante, subrayan la responsabilidad compartida de los Gobiernos para aplicar políticas fiscales y estructurales sólidas, necesarias para mantener el éxito de la moneda única.

## 2 ASUNTOS INTERNACIONALES

### 2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

#### SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las políticas macroeconómicas en la economía mundial, especialmente las que aplican los principales países industrializados, constituyen un elemento esencial del entorno internacional que el BCE ha de tener en cuenta para la ejecución de su política monetaria y el desempeño de otras funciones. El Eurosistema participa en la supervisión de estas políticas macroeconómicas a través de los foros y las instituciones financieras internacionales, principalmente en las reuniones del Directorio Ejecutivo del FMI, de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, de los ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales del G7 y de los gobernadores de los bancos centrales del G10. El objetivo del BCE es intercambiar opiniones y examinar opciones de política económica que permitan crear un entorno macroeconómico estable, adoptar políticas macroeconómicas adecuadas y alcanzar la estabilidad de precios en la zona del euro.

Durante el año 2004, el entorno mundial se caracterizó por un vigoroso crecimiento económico y la contención casi total de las presiones inflacionistas. Se produjo una positiva recuperación del producto en muchas economías avanzadas y en América Latina, que coincidió con las altas tasas de crecimiento sostenido observadas en los mercados emergentes de Asia y Europa oriental. No obstante, entre los aspectos negativos cabe señalar la persistencia, e incluso la intensificación, de los desequilibrios mundiales, incluidos los desequilibrios externos de la economía estadounidense.

En varias ocasiones, el BCE hizo hincapié en los riesgos e incertidumbre relacionados con la persistencia de esos desequilibrios. En general, el BCE comparte la opinión de la comunidad internacional de que existen tres requisitos básicos para el proceso de ajuste: hacer frente a la insuficiencia de ahorro/inversión en los países

deficitarios, fomentar un crecimiento económico sostenible mediante reformas estructurales en los países con un potencial de crecimiento relativamente bajo y promover la flexibilidad de los tipos de cambio en los grandes países y regiones que carecen de esa flexibilidad. Por lo que respecta a la evolución de los tipos de cambio, el G7, en los comunicados emitidos en el año 2004 y en febrero del 2005, ha subrayado que los tipos de cambio han de reflejar los fundamentos económicos y que la excesiva volatilidad y los movimientos desordenados no es deseable para el crecimiento económico.

Uno de los aspectos más destacados durante el año 2004 fue la creciente importancia de los países de Asia oriental para la economía mundial, importancia que se reflejó en su notable contribución al crecimiento del producto y del comercio mundiales. El BCE siguió muy de cerca la evolución de estos países y fortaleció sus relaciones directas con los bancos centrales asiáticos organizando, junto con la Autoridad Monetaria de Singapur, un seminario de alto nivel en el que participaron los 11 gobernadores de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico (*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP*)<sup>2</sup>, los gobernadores de los BCN de la zona del euro y el presidente del BCE. El seminario, que se celebró en Singapur en julio del 2004, se centró en el creciente peso económico de muchos países de Asia oriental, el papel de las monedas internacionales y la integración y la cooperación regionales.

Los flujos de capital hacia las economías emergentes, que el BCE somete a un continuo seguimiento dada su importancia para la estabilidad financiera internacional, siguieron siendo sólidos en el año 2004, como también lo siguieron siendo los resultados económicos que registraron, en general, estos países. Los principales factores que propiciaron esta situación fueron las favorables condiciones de financiación

<sup>2</sup> Los países integrantes de la EMEAP son Australia, China, Corea, Filipinas, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia.

externa, los altos precios de las materias primas de exportación y el repunte de la demanda de importaciones de las economías avanzadas. Como resultado, se registraron superávits por cuenta corriente y descendieron, en general, los niveles de deuda externa, aunque el endeudamiento siguió siendo elevado en varios países. Las condiciones de financiación acomodaticias indujeron a los prestatarios públicos y privados de los mercados emergentes a recurrir activamente a los mercados internacionales de renta fija, aprovechando los bajos tipos de interés. Tras el aumento temporal registrado en el segundo trimestre del 2004, los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes volvieron a situarse, hacia finales del año, en mínimos históricos.

Por último, la propia zona del euro fue objeto de examen en el marco de la supervisión internacional de las políticas económicas. Tanto el FMI como la OCDE realizaron sus análisis periódicos de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona, además de los correspondientes a cada uno de los países que la integran. Las consultas del Artículo IV del FMI y el análisis del Comité de Revisión Económica y Desarrollo de la OCDE brindaron la oportunidad de intercambiar, de forma provechosa, opiniones entre estos organismos internacionales y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Una vez concluidas las deliberaciones, tanto el FMI como la OCDE elaboraron un informe que incluía una evaluación de las políticas económicas de la zona del euro<sup>3</sup>. En ambos exámenes realizados en el 2004, se prestó especial atención al ingreso de los diez nuevos Estados miembros en la UE el 1 de mayo de ese año.

### ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Habida cuenta del alto grado de integración de la UE en la economía mundial, el SEBC y el Eurosistema tienen interés en que el sistema financiero internacional funcione sin sobresaltos. Por consiguiente, contribuyen activamente a los debates en curso sobre la arquitectura financiera internacional, lo que incluye la participación en las instituciones y foros interna-

cionales pertinentes. En algunos de estos foros e instituciones, el BCE participa directamente y, en otros, con carácter de observador. El SEBC también participa en estos trabajos a nivel europeo, en particular en el Comité Económico y Financiero.

En el contexto de los trabajos de los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G10, el BCE expresó su satisfacción por el hecho de que, con cada vez más frecuencia, se incluyan cláusulas de acción colectiva, que consisten en disposiciones contractuales encaminadas principalmente a facilitar una reestructuración ordenada de las deudas en mora, en las emisiones de bonos soberanos. En menos de dos años, la inclusión de dichas cláusulas se ha convertido en una práctica habitual de los mercados para la emisión de bonos soberanos conforme a la legislación de Nueva York, aunque todavía no se ajustan plenamente a las recomendaciones formuladas por el G10.

El BCE analizó también otros aspectos de la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras y pasó revista a la experiencia acumulada con el uso de diversos instrumentos para estimular dicha participación. Además, realizó un seguimiento de la evolución de los «Principios para la estabilidad de los flujos de capital y la reestructuración equitativa de la deuda en los mercados emergentes», que publicó, en noviembre del 2004, un grupo de acreedores del sector privado y emisores soberanos de mercados emergentes. Conocidos anteriormente como el «Código de Conducta», dichos principios tienen por objeto fomentar la divulgación de información sobre el endeudamiento, un diálogo permanente entre deudores y acreedores, negociaciones de reestructuración de la deuda basadas en la buena fe y un trato equitativo para todos los acreedores afectados. Estos principios, que los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G20 consideraron muy positivos, permiten hacer frente a algunas deficiencias importantes que aún persisten en la arquitectura de las finan-

3 FMI: «Euro Area Policies: Staff Report», agosto del 2004; OCDE: «Economic Survey – Euro Area 2004», julio del 2004.



zas internacionales. Una vez que se pongan en práctica, habrán de contribuir notablemente a los esfuerzos a largo plazo por construir un sistema que promueva la cooperación, el crecimiento y la estabilidad financiera a escala mundial.

Otro aspecto al que el BCE prestó atención fue la situación financiera del FMI. En su reunión de octubre del 2004, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G10 observaron que la sólida situación financiera que debe mantener el FMI para poder desempeñar sus funciones podría tener que hacer frente a algunos desafíos en el contexto de una economía mundial en constante evolución. Para dar cumplida respuesta a esos desafíos, se requeriría adoptar una serie de medidas de política, entre las que destacan el fortalecimiento de la supervisión, un mayor hincapié en la sostenibilidad de la deuda en las decisiones de préstamo, un respeto escrupuloso del sistema de acceso excepcional a los recursos del FMI, recientemente aprobado, así como la posibilidad de introducir nuevas modificaciones en la estructura financiera del FMI para estimular el reembolso puntual de los préstamos y reducir el número de acuerdos sucesivos.

#### **INTEGRACIÓN Y COOPERACIÓN REGIONAL**

Como la UE es en sí resultado de un largo proceso de integración económica regional, el BCE se ha convertido en un colaborador natural de

las autoridades monetarias de varias agrupaciones regionales de todo el mundo, que recurren a la institución para que comparta su experiencia con los responsables de la formulación de la política monetaria y, en algunas ocasiones, con representantes del mundo académico. En este contexto, el BCE está interesado no sólo en explicar la experiencia europea, sobre todo en el campo de la cooperación monetaria, sino que, además, asigna la misma importancia a entender la integración económica regional fuera de la UE.

En septiembre del 2004, se celebró en Beijing un cursillo del G-20 sobre integración económica regional en un entorno global, organizado por el Banco Popular de China y el BCE. Entre los temas que se trataron, cabe mencionar las condiciones previas para los acuerdos de cooperación regional, la secuencia óptima de los procesos de integración y cooperación monetaria y financiera y la compatibilidad de la integración comercial regional con las normas de la Organización Mundial del Comercio.

En el año 2004, el BCE intensificó también sus relaciones con las instituciones monetarias regionales de África. A este respecto, el BCE junto con varios BCN de la zona del euro, ha prestado asistencia técnica al Instituto Monetario del África Occidental (que tiene su sede en Accra, Ghana), organismo que está realizando los preparativos técnicos para la integración monetaria de los países anglófonos de África Occidental.

#### **EL PAPEL INTERNACIONAL DEL EURO**

En el año 2004, el euro siguió desempeñando un papel bastante estable en los mercados internacionales de capitales y de divisas, manteniéndose también como moneda ancla, de reserva y de intervención. Asimismo, se observó una mayor utilización del euro como moneda de facturación y liquidación en el comercio internacional de algunos países de la zona del euro. En la mayoría de esos países, el euro parece haberse utilizado con más frecuencia en las exportaciones que en las importaciones y, dentro de las primeras, se registra una mayor utilización en el

comercio de bienes que en el de servicios. Por lo que respecta a la mayoría de los nuevos Estados miembros de la UE y a los países candidatos a la adhesión, también en el año 2003 se observó un notable aumento en el uso de la moneda única en el comercio internacional. Dicho aumento fue mayor, en muchos casos, que el registrado en las relaciones comerciales con la zona del euro, de lo que se deduce que estos países están utilizando cada vez más el euro en sus intercambios comerciales con países no pertenecientes a la zona del euro<sup>4</sup>.

El BCE siguió desarrollando la cobertura estadística necesaria para analizar el papel internacional del euro. Basándose en estudios anteriores, se construyeron dos nuevos conjuntos de datos para identificar los rasgos más sobresalientes del mercado de renta fija denominada en euros emitida por no residentes en la zona del euro.

## 2.2 COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

El Eurosistema continuó intensificando sus contactos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, principalmente mediante la organización de seminarios, pero también con la prestación de asistencia técnica. El objetivo de estas actividades es recoger información e intercambiar opiniones sobre la evolución económica y monetaria de las distintas regiones del mundo que puedan influir en el entorno económico mundial o en la evolución de la zona del euro.

El proyecto de asistencia técnica del Eurosistema con el Banco Central de la Federación Rusa financiado por la UE, en el marco de su programa de Asistencia Técnica a la Comunidad de Estados Independientes (programa TACIS), se está desarrollando conforme a lo previsto. Este proyecto de dos años de duración, que se puso en marcha en noviembre del 2003, tiene por objeto fortalecer aún más la función de supervisión del Banco Central de la Federación Rusa como medida clave para promover un

entorno financiero más estable en Rusia. El plan de capacitación del proyecto, acordado en enero del 2004 entre el Banco Central de la Federación Rusa, por una parte, y nueve BCN de la zona del euro, tres autoridades supervisoras y el BCE, por la otra, prevé la realización de 64 cursos, ocho visitas de estudio y cuatro seminarios de alto nivel. Al final del 2004, se habían realizado ya 34 cursos, cuatro visitas de estudio y dos seminarios. En este plan de capacitación participaron alrededor de 400 funcionarios del Banco Central de la Federación Rusa. Además del proyecto TACIS, en mayo del 2004 el Eurosistema impartió su primer seminario bilateral de alto nivel con el Banco Central de la Federación Rusa en Helsinki, coordinado por el Suomen Pankki –el banco central de Finlandia– y el BCE. Este seminario se centró en las políticas monetaria y cambiaria, la libre movilidad de capitales, los lazos económicos entre la UE y Rusia, incluidas las políticas comerciales, así como la evolución del sistema bancario y cuestiones relativas a la estabilidad del sector financiero.

El Eurosistema ha establecido un marco de cooperación con los bancos centrales de la cuenca mediterránea. En enero del 2004, se celebró en Nápoles el primer seminario de alto nivel con los gobernadores de los bancos centrales de los países mediterráneos socios del Proceso de Barcelona<sup>5</sup>, organizado conjuntamente por el BCE y la Banca d'Italia. Tras un seminario técnico que tuvo lugar en septiembre del 2004, se celebró en Cannes, en febrero del 2005, el segundo seminario de alto nivel organizado conjuntamente por el BCE y la Banque de France. Este seminario se centró en la evolución monetaria y financiera reciente de la cuenca mediterránea, en las relaciones económicas entre la zona del euro y los países de la región (con un especial hincapié en las remesas de los trabajadores) y en la independencia de los bancos centrales.

4 Véase la publicación «Review of the international role of the euro», BCE, diciembre del 2004.

5 Argelia, la Autoridad Palestina, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Marruecos, Siria, Túnez y Turquía.

En la región occidental de los Balcanes, el BCE ha iniciado relaciones con los bancos centrales, al nivel de la alta administración, mediante una serie de visitas, incluidas las realizadas al Banco Central de Bosnia y Herzegovina y al Banco Nacional de Serbia. Estas visitas tienen por objeto promover el diálogo entre el BCE y los bancos centrales de estos países, dada su condición de posibles candidatos a la adhesión a la UE.

El Eurosistema también se ha propuesto mejorar su comprensión sobre la evolución de las economías de América Latina importantes desde el punto de vista sistémico. A tal efecto, el BCE, junto con el Banco Central do Brasil, el Banco de Portugal y el Banco de España, organizaron el segundo seminario de alto nivel de bancos centrales del Eurosistema y de América Latina, que se celebró en Río de Janeiro en noviembre del 2004, y que fue precedido de un seminario técnico de preparación en Lisboa. Los participantes examinaron las posibles limitaciones en la ejecución de la política monetaria derivadas de las políticas fiscales, la vulnerabilidad frente a la deuda y las características del sistema financiero.

En Oriente Medio, el BCE intensificó sus relaciones con la Secretaría del Consejo de Cooperación del Golfo y con los organismos monetarios y bancos centrales de los Estados miembros que lo integran, en vista de la intención de dichos Estados de emitir una moneda única para el año 2010<sup>6</sup>.

6 Los seis Estados miembros del Consejo son Arabia Saudita, Bahrain, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar.



**Artista**

Xenia Hausner

**Título**

Traumspiel, 2004

**Técnica**

Cromolitografía sobre papel hecho a mano (ed. 16/25)

**Tamaño**

96 × 129 cm

© VG-Bild-Kunst, Bonn 2005



## CAPÍTULO 5

# RENDICIÓN DE CUENTAS

## I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y EL PARLAMENTO EUROPEO

La rendición de cuentas puede entenderse como la obligación legal e institucional de un banco central independiente de explicar sus decisiones de manera clara y exhaustiva a los ciudadanos y a sus representantes electos. De este modo, la responsabilidad que se exige a los bancos centrales en relación con la consecución de sus objetivos constituye un complemento importante de su independencia.

El BCE ha reconocido desde su creación la vital importancia de sus obligaciones en cuanto a la rendición de cuentas, por lo que mantiene contactos regulares con los ciudadanos y con sus representantes electos. El Tratado impone una serie de exigencias de información al BCE, que van desde la publicación de un informe anual, un informe trimestral y un estado financiero consolidado semanal a comparecencias ante el Parlamento Europeo. El BCE cumple todas estas exigencias, e incluso las supera. Por ejemplo, se publica un Boletín Mensual en lugar de sólo un informe trimestral, se celebran conferencias de prensa mensuales y, desde diciembre del 2004, se publican mensualmente las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno no relativas a los tipos de interés (véase también la sección 1 del capítulo 6). En el ámbito institucional, el Tratado asigna un destacado papel al Parlamento Europeo en lo que respecta a la rendición de cuentas del BCE.

En el 2004, los miembros del Consejo de Gobierno continuaron pronunciando numerosos discursos en toda la zona del euro con el objeto de explicar al público las políticas del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 113 del Tratado, el BCE también siguió informando regularmente al Parlamento Europeo de las decisiones de política monetaria adoptadas y de sus otras funciones. Al igual que en años anteriores, este intercambio periódico de opiniones se llevó a cabo, principalmente, mediante comparecencias trimestrales del presidente del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. El presidente también presentó el Informe Anual 2003 ante la citada Comisión y ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo.

La Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios también invitó a otro miembro del Comité Ejecutivo a presentar las opiniones del BCE sobre el entorno económico y sobre aspectos clave en el ámbito de las reformas estructurales. Además, el BCE participó en una sesión organizada por la Comisión en relación con la Zona Única de Pagos para el Euro.

Más allá de las obligaciones que le impone el Tratado, el BCE continuó con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por miembros del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con el mandato del BCE. Además, como en años anteriores, una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios realizó una visita al BCE con el fin de mantener un intercambio informal de opiniones sobre diversos temas con los miembros del Comité Ejecutivo.

El artículo 112 del Tratado establece que el Parlamento Europeo dará a conocer su opinión sobre los candidatos a formar parte del Comité Ejecutivo antes de que éstos sean nombrados, de común acuerdo, por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. Tras la adopción de una recomendación por parte del Consejo de la UE, el Parlamento Europeo invitó a José Manuel González-Páramo a comparecer ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para presentar sus puntos de vista y responder a las preguntas de sus miembros. Una vez finalizada la comparecencia, el Parlamento Europeo, en sesión plenaria, ratificó su nombramiento como sucesor de Eugenio Domingo Solans en el Comité Ejecutivo.

## 2 OPINIÓN DEL BCE SOBRE CUESTIONES PLANTEADAS EN REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las comparecencias del presidente ante el Parlamento Europeo se trató una amplia variedad de temas, entre los que destacaron la valoración de la evolución económica y monetaria y la instrumentación de la política monetaria del BCE. A continuación se abordan algunas de las cuestiones planteadas por el Parlamento Europeo en los intercambios de opiniones con el BCE y en su resolución de octubre del 2004 sobre el Informe Anual 2003.

### 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 fue el tema principal tratado durante las comparecencias del presidente ante el Parlamento Europeo. Aunque algunos miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios consideraron que el mantenimiento de la estabilidad de precios no era suficiente para fomentar el crecimiento y el empleo, y que existía una disyuntiva entre inflación y desempleo, otros estimaron que las disposiciones del artículo 105 del Tratado eran adecuadas y que el mantenimiento de la estabilidad de precios debía continuar siendo el objetivo prioritario de la política monetaria única.

El presidente señaló que el BCE, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios de manera creíble y anclar con solidez las expectativas de inflación a medio y largo plazo, contribuye de la mejor manera posible a crear un entorno económico que favorece un crecimiento sostenible. En su resolución sobre el Informe Anual 2003 del BCE, el Parlamento Europeo confirmó esta opinión y recomendó al BCE que se concentrara en mantener la estabilidad de precios.

### INTERGRACIÓN FINANCIERA Y REGULACIÓN

En el marco de las comparecencias trimestrales, los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios también preguntaron al presidente por las opiniones del BCE en asuntos relacionados con la integración financiera y la regulación. En particular, el Parlamento Europeo prestó gran atención a las actividades

del SEBC y del Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) en el área de la compensación y liquidación de valores. Más concretamente, la resolución sobre el Informe Anual 2003 del BCE expresaba la preocupación en cuanto a que cabía la posibilidad de que las normas propuestas por el SEBC y el CREV pudieran condicionar el proceso legislativo que va a llevarse a cabo en este ámbito.

El presidente subrayó que dichas normas no pretendían anticiparse a futuros actos jurídicos y afirmó que se adaptarían en la medida necesaria si, en una fase posterior, se adoptara una directiva sobre compensación y liquidación (véase también la sección 4 del capítulo 3).

### RENDICIÓN DE CUENTAS Y TRANSPARENCIA DEL BCE

En su resolución sobre el Informe Anual 2003, el Parlamento Europeo consideró fructífero el diálogo con el BCE, ya que los intercambios periódicos de opinión han hecho que la política monetaria del BCE sea más transparente y accesible al público. Al mismo tiempo, el BCE y el Parlamento Europeo continuaron con sus divergencias en algunas cuestiones relacionadas con la rendición de cuentas y la transparencia. En su resolución, el Parlamento Europeo reiteró su llamamiento a la publicación de las actas y de los resultados de las votaciones de las reuniones del Consejo de Gobierno.

En cuanto a la petición de publicación de las actas, el presidente subrayó que los cauces de comunicación elegidos por el BCE eran más efectivos por su rapidez. En particular, las ruedas de prensa celebradas cada mes inmediatamente después de la reunión del Consejo de Gobierno proporcionan una información exhaustiva, en tiempo real, de los motivos que subyacen a las decisiones adoptadas, por lo que cumplen la misma función que tendría la publicación de las actas. Además, el razonamiento utilizado por el Consejo de Gobierno se facilita al público mucho antes de lo que se publicaría el documento formal de las actas. Estas ruedas de prensa, junto con otros canales de comunicación adicionales, como el Boletín Mensual y la

comunicación mensual sobre las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno no relativas a los tipos de interés, convierten al BCE en uno de los bancos centrales más transparentes del mundo.

En lo que respecta a la petición de difusión de información acerca de los votos emitidos por los miembros del Consejo de Gobierno, el presidente recordó que, considerando el contexto institucional específico en el que opera la política monetaria única, la publicación de los votos entraña el riesgo de que los miembros del Consejo de Gobierno se vean sometidos a presiones indebidas por parte de sus respectivos países para apartarse de la perspectiva de la zona en su conjunto. Por consiguiente, el BCE continúa con su política de no facilitar información sobre opiniones individuales o sobre los votos emitidos. Este enfoque contribuye a que la atención pública se centre en las justificaciones económicas en las que se basan las decisiones de política monetaria más que en los votos particulares emitidos, y es coherente con la naturaleza colegial del Consejo de Gobierno y su perspectiva del conjunto de la zona del euro.

### **FALSIFICACIÓN Y SEGURIDAD DE LOS BILLETES**

Los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios también abordaron la cuestión de la falsificación del euro. En su resolución relativa al Informe Anual 2003 del BCE, el Parlamento Europeo hizo un llamamiento al BCE para que esté muy atento en lo que respecta a la falsificación y a que tenga en cuenta la experiencia adquirida en el diseño de una nueva generación de billetes.

Durante sus comparencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente subrayó que el BCE se toma muy en serio el problema de la falsificación y que continuamente trata de mejorar sus políticas al respecto. En este contexto, se han suscrito acuerdos de cooperación en la lucha contra la falsificación con diversas autoridades nacionales e inter-

nacionales. Por otra parte, la experiencia adquirida con los billetes falsos está guiando la investigación y el desarrollo de nuevos elementos de seguridad para la nueva generación de billetes. La información relativa a todas las falsificaciones de billetes en euros está en la base de datos del BCE, a la que tienen acceso todos los bancos centrales de la UE y los cuerpos y fuerzas de seguridad nacionales (véase también la sección 3 del capítulo 2).



**Artista**  
Philippe Cognée  
**Título**  
Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999  
**Técnica**  
Encáustica sobre tela  
**Tamaño**  
154 × 153 cm  
© VG-Bild-Kunst, Bonn 2005



## CAPÍTULO 6

# COMUNICACIÓN EXTERNA

## I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño de sus otras funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– orientan las actividades de comunicación del BCE. Ambos elementos contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos sirven para cumplir con la rendición de cuentas del BCE, como se explica con más detalle en el capítulo 5.

En el campo de las comunicaciones, el BCE ha establecido normas exigentes. Las decisiones sobre política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. Se presenta un exhaustivo comunicado preliminar y el presidente y el vicepresidente se ponen a disposición de los medios para responder a preguntas. El concepto de explicar en forma periódica, detallada y en tiempo real de la política monetaria del BCE, de sus evaluaciones y decisiones, introducido en 1999, constituye un enfoque singular de la comunicación de un banco central, caracterizado por su apertura y transparencia.

Se ha potenciado, además, la comunicación respecto a otras decisiones. Desde diciembre del 2004 se publica todos los meses en las direcciones de Internet de los bancos centrales del Eurosistema un texto en el que, además de las decisiones sobre los tipos de interés, se presentan otras decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno.

Como parte del marco institucional de la UE, el BCE tiene que hacer públicos los actos jurídicos que adopta y las publicaciones impuestas por los Estatutos en todos los idiomas oficiales de la Comunidad. Con la ampliación de la UE el 1 de mayo del 2004, el número de idiomas ha aumentado de 11 a 20. Las publicaciones estatutarias son el Informe Anual, la versión trimestral del Boletín Mensual, el estado financiero semanal consolidado del Eurosistema y el Informe de Convergencia. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia frente a los ciudadanos europeos y sus

representantes electos, el BCE publica también otros documentos en todas las lenguas oficiales como notas de prensa sobre decisiones de política monetaria, proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema y decisiones de interés para el público en general. La preparación, publicación y distribución de las versiones de las principales publicaciones del BCE en las distintas lenguas nacionales se realiza en colaboración con los BCN.



## 2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE utiliza diversas publicaciones e instrumentos de comunicación, que están perfeccionándose constantemente, para informar más eficazmente al público en general y a las partes interesadas.

El Informe Anual presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior y, de este modo, contribuye a que el BCE rinda cuenta de sus actuaciones. El Boletín Mensual ofrece una evaluación continua y actualizada de la evolución económica y monetaria, así como información detallada en la que se basan sus decisiones. Incluye, asimismo, artículos sobre temas generales de banca central. El BCE contribuye a la difusión de los resultados de la investigación económica publicando documentos de trabajo y documentos ocasionales y organizando conferencias, seminarios y cursos en los que participan representantes del mundo académico.

Junto con el BPI y los bancos centrales del G10, el BCE comenzó a publicar en el año 2004 una nueva publicación titulada «International Journal of Central Banking», en la que aparecen artículos de interés sobre la teoría y la praxis de los bancos centrales, haciendo especial hincapié en los estudios relacionados con la política monetaria y la estabilidad financiera. El primer número trimestral se publicará en el año 2005.

Todos los miembros del Consejo de Gobierno participan directamente en los esfuerzos encaminados a lograr que el público tenga un conocimiento y una comprensión más cabales de las funciones y políticas del BCE mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales, alocuciones públicas y comunicación con los medios. En el año 2004, los seis miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron alrededor de 220 discursos y concedieron numerosas entrevistas, además de contribuciones en forma de artículos en publicaciones académicas, revistas y periódicos. Las visitas realizadas por el presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo a los Estados miembros de la UE y países a lo largo del año 2004 contribuyeron a hacer llegar los mensajes del BCE directamente a los ciudadanos de Europa y de otras latitudes. Se reforzaron los esfuerzos de comunicación del BCE dirigidos al público de los nuevos Estados miembros de la UE, tanto antes como después de su adhesión a la UE en el año 2004.

Los BCN de la zona del euro también desempeñan un papel importante en la comunicación, a nivel nacional, de la información sobre el euro y las actividades del Eurosistema al público en general y a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información a un público muy variado, a escala regional y nacional, en sus propios idiomas y entornos.

Otro cauce importante para facilitar información a los mercados financieros es el sistema de información automatizado del BCE, que proporciona información en tiempo real a una serie de agencias de noticias. Estas presentan en sus pantallas páginas en las que aparecen los principales tipos de interés del BCE, las operaciones de los mercados y la situación de liquidez en la zona del euro, que son facilitadas y actualizadas periódicamente por el BCE. Tras un proceso de aprobación de solicitudes, el número de agencias autorizadas por el BCE para acceder a este sistema aumentó de tres a cinco en el 2004.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus diversas actividades se presentan en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), que fue remodelada en el año 2004. Se ha modernizado el diseño y se ha reestructurado el contenido para que los usuarios puedan consultar con más facilidad. La dirección del BCE en Internet también sirve como punto de contacto para responder a las consultas del público y como plataforma de lanzamiento de las consultas públicas de la institución. En el año 2004 se recibieron y atendieron alrededor de 47.000 consultas a través de diversos canales.

Además, el BCE es una institución abierta en el sentido literal del término, ya que recibe a grupos de visitantes en su sede de Francfort. En el año 2004, unos 8.000 visitantes recibieron información de primera mano en forma de conferencias y presentaciones impartidas por el personal de la institución. La mayoría de los visitantes fueron estudiantes universitarios y profesionales del sector financiero.



**Artista**  
Jan Fabre  
**Título**  
Sin título, 1987  
**Técnica**  
Tinta da bolígrafo sobre papel  
**Tamaño**  
200 × 158 cm  
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## CAPÍTULO 7

# AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA

## I ADHESIÓN DE DIEZ NUEVOS ESTADOS MIEMBROS

El 1 de mayo de 2004 se incorporaron a la UE diez países de Europa central y oriental y del Mediterráneo: la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia. Los BCN de los nuevos Estados miembros se integraron en el SEBC y sus gobernadores se convirtieron en miembros de pleno derecho del Consejo General. Además, en las reuniones de los comités del SEBC en las que se tratan cuestiones que entran dentro del ámbito de competencias del Consejo General participan expertos de dichos bancos, como miembros de pleno derecho.

La integración de los nuevos miembros en el SEBC se produjo sin problemas. De conformidad con el Acuerdo Marco de Adhesión del BCE, establecido en el 2003, se llevaron a cabo los preparativos, fijando la atención en ámbitos como las operaciones de los bancos centrales, los sistemas de pagos y liquidación, las estadísticas, los billetes y la infraestructura y las aplicaciones de informática. En este sentido, se mejoró la infraestructura informática del BCE, que ahora conecta a los 25 BCN, lo que ha aumentado la fiabilidad y ha potenciado los servicios de seguridad. Se modificaron los porcentajes correspondientes a cada país en el capital del BCE, y los BCN de los nuevos Estados miembros desembolsaron un porcentaje del capital suscrito como contribución a los costes operativos del BCE.

El quinto seminario de alto nivel sobre el proceso de adhesión, celebrado en París en marzo del 2004, marcó la fase final de los preparativos. En el seminario, organizado conjuntamente por el BCE y la Banque de France, participaron gobernadores y representantes de alto nivel de los bancos centrales del SEBC, los diez nuevos Estados miembros y los dos países candidatos que estaban a punto de concluir las negociaciones para su incorporación a la UE: Bulgaria y Rumanía. El seminario se centró en las políticas monetaria y cambiaria y en el funcionamiento práctico del MTC II, la disciplina presupuestaria en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, por último, en cuestiones relativas a las normas financieras,

la regulación contable y el gobierno corporativo.

Se ha evaluado la experiencia práctica acumulada durante el proceso de ampliación y se tendrá en cuenta en los preparativos de futuras ampliaciones de la UE y de la zona del euro.

El 20 de octubre de 2004, la Comisión Europea y el BCE publicaron sus respectivos Informes de Convergencia en los que se pasa revista a los avances logrados en el cumplimiento de las obligaciones relativas a la UEM por parte de los Estados miembros acogidos a una excepción, incluidos los nuevos Estados miembros. En el Informe de Convergencia del BCE se llegó a la conclusión de que ninguno de los países evaluados cumplía todas las condiciones necesarias para la adopción del euro, incluidos los requisitos en materia de legislación para preservar la independencia de los BCN.

Desde el punto de vista del número de países que se incorporaron a la UE, ésta ha sido la ampliación más importante en toda la historia de la integración europea. Sin embargo, el peso económico de los nuevos Estados miembros es relativamente reducido en comparación con ampliaciones anteriores. Por consiguiente, la adhesión de los nuevos Estados miembros no ha supuesto cambios fundamentales en las principales características de la economía de la UE. No obstante, se ha acentuado la diversidad económica dentro de la Unión, ya que las características institucionales y estructurales de los nuevos Estados miembros difieren en muchos aspectos de las de los antiguos Estados miembros. La mayoría de los nuevos Estados miembros ha pasado por un proceso de transición, desde un sistema de planificación centralizada a una economía de mercado, que ha entrañado cambios institucionales y estructurales de carácter fundamental para sus economías. Desde una perspectiva a más largo plazo, la ampliación contribuirá, probablemente, de manera positiva al crecimiento económico de la UE; de hecho, durante los diez años de preparación para la ampliación, ya se observó un impacto positivo. En esta sección se describen

algunas de las principales características macroeconómicas de la UE antes y después de la adhesión de los nuevos Estados miembros, junto con los datos correspondientes a Estados Unidos y Japón.

### POBLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Como se indica en el cuadro 16, con la ampliación del año 2004, la población de la UE aumentó casi un 20%, hasta un total de 457,7 millones de habitantes. En términos de población, la UE sigue siendo la mayor entidad del mundo industrializado.

La actividad económica en los países que integran la UE-25, medida por el PIB, fue de 9.752 mm de euros en el año 2003. De esta cifra, aplicando los tipos de cambio vigentes, se calcula que el 4,5% correspondía a los nuevos

Estados miembros. Desde una perspectiva histórica, la magnitud económica de esta ampliación es relativamente limitada. Por ejemplo, el ingreso de España y Portugal a la Comunidad Europea en 1986 (integrada entonces por diez países) elevó el PIB total de la Comunidad en algo más del 8%. Igualmente, la incorporación de Austria, Finlandia y Suecia en 1995 incrementó el producto económico en poco más del 7%. Teniendo en cuenta los datos del PIB y de los tipos de cambio vigentes en 2003, la incorporación de los nuevos Estados miembros ha aumentado la participación de la UE en el PIB mundial del 30,4% al 31,8%. No obstante, estas comparaciones internacionales se ven fuertemente influidas por la evolución de los tipos de cambio. Una forma de evitar la variabilidad y las posibles distorsiones asociadas a los precios de mercado es comparar los datos sobre la base de

**Cuadro 16 Principales características de la economía de la UE, incluidos y excluidos los nuevos Estados miembros**

	Período de referencia	Unidad	UE-15	UE-25	Estados Unidos	Japón
Población	2004	millones	384,5	457,7	293,9	127,5
PIB (en porcentaje del PIB mundial) <sup>1)</sup>	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
PIB	2003	mm de euros	9.310	9.752	9.673	3.800
	2003	mm PPA	9.310	10.193	9.957	3.254
PIB per cápita	2003	miles de euros	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	miles PPA	24,3	22,3	34,2	25,5
Exportaciones de bienes y servicios	2003	% del PIB	14,0	12,4	9,3	12,2
Importaciones de bienes y servicios	2003	% del PIB	13,3	12,1	13,8	10,6
Ramas de actividad <sup>2)</sup>						
Agricultura, pesca, silvicultura	2003	% del PIB	2,0	2,1	0,8	1,3
Industria (incluida construcción)	2003	% del PIB	26,6	26,8	19,7	29,1
Servicios	2003	% del PIB	71,1	70,8	79,5	69,6
Tasa de paro	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Tasa de actividad <sup>3)</sup>	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Tasa de empleo <sup>4)</sup>	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Administraciones Públicas <sup>5)</sup>						
Superávit (+) o déficit (-)	2003	% del PIB	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Gasto	2003	% del PIB	48,5	48,5	34,4	39,1
Ingresos	2003	% del PIB	45,8	45,6	29,8	31,6
Deuda bruta	2003	% del PIB	64,2	63,2	63,1	156,9
Depósitos bancarios <sup>6)</sup>	2003	% del PIB	83,9	82,4	47,8	120,2
Préstamos al sector privado (saldo) <sup>7)</sup>	2003	% del PIB	99,2	96,3	51,4	118,8
Capitalización bursátil	2003	% del PIB	66,3	65,2	126,7	61,6

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, FMI, BPI, BCE y cálculos del BCE.

1) Los porcentajes del PIB se basan en el PIB de cada país expresado en dólares estadounidenses corrientes.

2) Basado en el valor añadido bruto a precios corrientes.

3) Definida como la ratio entre la población activa y la población en edad de trabajar (con edades comprendidas entre 15 y 64 años).

4) Definida como la ratio entre el número de personas empleadas y la población en edad de trabajar (con edades comprendidas entre 15 y 64 años).

5) Basado en el SEC 95.

6) UE-15 y UE-25: depósitos totales en IFM; Estados Unidos: depósitos a la vista, a plazo y de ahorro en entidades de crédito; Japón: depósitos a la vista y a plazo en entidades de depósito.

7) UE-15 y UE-25: préstamos de las IFM a otros residentes; Estados Unidos: préstamos de bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito; Japón: préstamos al sector privado.

la paridad del poder adquisitivo (PPA). En términos de la PPA, aun cuando estas medidas adolezcan de sus propias limitaciones, y con datos correspondientes al año 2003, la última ampliación incrementó el PIB de la UE en un 9,5%, convirtiéndola en una economía mayor que la de Estados Unidos.

Como la población de los nuevos Estados miembros es relativamente elevada en relación con su nivel de actividad económica, su adhesión conlleva un descenso del PIB medio per cápita de la UE. No obstante, se prevé que esta situación varíe gradualmente a medida que se avance en el proceso de convergencia. En comparación con Estados Unidos y Japón, el PIB per cápita de la UE-25 es relativamente bajo, aunque la diferencia con respecto a Japón es mucho menor en términos de la PPA (con cifras del año 2003).

La adhesión de los nuevos Estados miembros tendrá también un efecto a más largo plazo en la actividad económica, dado que afecta a los incentivos y a los impedimentos para la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas (las «cuatro libertades») entre la UE-15 y los nuevos Estados miembros, si bien los flujos migratorios se restringirán durante unos años. Por ejemplo, al extender el alcance de las «cuatro libertades» a 25 países, la ampliación del Mercado Único probablemente estimulará la competencia y creará economías de escala. Sin embargo, el impacto de estos efectos y la velocidad con que se materialicen dependerá de muchos factores, entre otros, de las políticas económicas que se apliquen en el futuro en los Estados miembros de la UE.

#### **COMERCIO INTERNACIONAL**

Tras la ampliación, el comercio de la UE-15 con los nuevos Estados miembros y entre estos Estados se registra como comercio intracomunitario y no como comercio internacional. Por el contrario, los intercambios entre los nuevos Estados miembros y el resto del mundo, excluidos los países de la UE-15, se consideran ahora como comercio extracomunitario (UE-25). La adhesión de los nuevos Estados miembros ha reducido ligeramente la apertura comercial

de la UE, a pesar de que la mayoría son economías muy abiertas, dado que el comercio de la UE-15 con los nuevos Estados es de mayor magnitud que el comercio de éstos con los países no pertenecientes a la UE. Según los datos del año 2003, las exportaciones de bienes y servicios representaron un 12,4% del PIB de la UE ampliada (UE-25), en comparación con el 9,3% y el 12,2% correspondientes a Estados Unidos y Japón, respectivamente.

#### **ESTRUCTURA DE LA PRODUCCIÓN**

Con respecto a la media de los países de la UE-15, la estructura de la producción en los nuevos Estados miembros se caracteriza por una mayor participación en el PIB de los sectores agrícola (3,2%) e industrial (31,9%) y menor del sector servicios (64,9%). Las diferencias tienden a ser más pronunciadas en los nuevos Estados miembros que en la UE-15 en lo que se refiere a la distribución intersectorial del empleo. No obstante, la ampliación no ha producido variaciones significativas en la participación de estos grandes sectores en el PIB de la UE y en la distribución del empleo. En las comparaciones con otros países, se observa que el sector agrícola de la UE es de gran magnitud con respecto al de Estados Unidos y Japón, mientras que el sector industrial de la UE es mayor que el de Estados Unidos, pero menor que el de Japón. El sector servicios de la UE es mayor que el de Japón, pero menor que el de Estados Unidos.

#### **MERCADO DE TRABAJO**

La tasa media de paro en los nuevos Estados miembros es más alta que en los países de la UE-15 y, por consiguiente, la ampliación ha elevado ligeramente la tasa media de paro de la UE-25. A pesar de los descensos registrados a finales de los años noventa, la tasa de desempleo, tanto en la UE-15 como en la UE-25, se situó en un 8,1% y un 9,1%, respectivamente, en el 2003, cifras que siguen siendo notablemente más altas que las observadas en Estados Unidos (6%) y Japón (5,3%). En los nuevos Estados miembros de Europa central y oriental, han aumentado las tasas de paro y las diferencias regionales en el empleo durante la última

década, debido a los ajustes estructurales asociados al proceso de transición a una economía de mercado. No obstante, las perspectivas con respecto al empleo podrían mejorar en los próximos años, por la reducción de los recortes de plantilla originados por el proceso de reestructuración de las empresas. A más largo plazo, el proceso de convergencia de los nuevos Estados miembros, en términos de PIB per cápita, podría también potenciar unas tendencias más favorables del empleo y a reducir el paro.

La adhesión de los nuevos Estados miembros ha reducido la tasa de ocupación en la UE en 1,4 puntos porcentuales, hasta situarla en el 63%. Cuando se desagrega esa tasa para los nuevos Estados, se observa que la tasa de actividad de los hombres es considerablemente inferior a la registrada en los países de la UE-15, mientras que la diferencia es menos acusada entre las mujeres. La tasa de empleo de los trabajadores de mayor edad (los que tienen entre 55 y 64 años) también es notablemente más baja en los nuevos Estados miembros que en la UE-15. En comparación con Estados Unidos y Japón, la tasa de actividad de la UE es baja. La combinación de una menor tasa de actividad y un mayor desempleo en la UE se refleja en una tasa de empleo inferior a la de Estados Unidos y Japón.

#### **SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y TAMAÑO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

La adhesión de los nuevos Estados miembros no ha alterado sustancialmente la media ponderada de la ratio de déficit público de la UE, pese a que la mayoría de los nuevos Estados tienen elevados déficit presupuestarios (véase también la sección 2.5 del capítulo 1). El gasto y los ingresos públicos en porcentaje del PIB son ligeramente inferiores en la mayoría de los nuevos miembros de la UE, aunque son elevados en relación con sus niveles de renta. El reducido tamaño de las economías de los nuevos Estados miembros hace que no varíe apenas la participación de las Administraciones Públicas en la UE-25 en comparación con la UE-15. Como la ratio de deuda pública de los nuevos Estados miembros se sitúa, en general, muy por debajo del nivel de la UE-15, la ratio media de deuda



de la EU en relación con el PIB es algo menor que antes de la ampliación.

El déficit de las Administraciones Públicas, que ascendía a un 2,8% en la UE-25 en el año 2003, es en la actualidad menor que el de Estados Unidos y Japón. Al mismo tiempo, el sector Administraciones Públicas representa una proporción mayor de la economía en la UE-25 que en esos dos países. En la UE-25 la ratio de gasto público se sitúa casi en un 49% y la de ingresos públicos ligeramente por debajo del 46%. En Estados Unidos el sector Administraciones Públicas representa algo más del 34% del PIB, en lo que respecta al gasto, y un poco menos del 30% del PIB en términos de ingresos. En Japón, que registra un abultado déficit público, el gasto público en relación con el PIB se sitúa ligeramente por encima del 39%, mientras que los ingresos públicos ascienden a casi un 32% del PIB. Los déficit acumulados en el pasado han dado lugar a que las ratios de deuda pública en Estados Unidos alcancen niveles tan altos como en la UE, que, con todo, son significativamente más bajos que en Japón.

#### **ESTRUCTURA FINANCIERA**

La ampliación no ha entrañado cambios significativos en la estructura financiera de la UE en su conjunto, aunque, en promedio, el nivel de

intermediación financiera en los nuevos Estados miembros se concentra más en los bancos que en la UE-15. En la mayoría de los nuevos Estados, el sector financiero es relativamente pequeño, si se mide en función de los activos del sector bancario y de la capitalización de los mercados de valores. Sin embargo, el nivel de intermediación financiera, es decir, la canalización de nuevos fondos por parte de las instituciones financieras hacia nuevos activos para financiar inversiones, se ha incrementado últimamente con bastante rapidez en algunos de los nuevos Estados miembros. En comparación con Estados Unidos, el sector financiero de la UE sigue estando más orientado hacia el sector bancario, mientras que la función de los mercados bursátiles en la intermediación financiera es menos importante. Sin embargo, en comparación con Japón, el sector bancario desempeña un papel menor en el sector financiero de la UE, mientras que los mercados bursátiles tienen más importancia.

## 2 RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

En la actualidad, hay cuatro países candidatos a la UE: Bulgaria, Croacia, Rumanía y Turquía. Una vez concluidas con éxito las negociaciones de adhesión con Bulgaria y Rumanía, el Consejo Europeo pidió, en diciembre de 2004, que se diese forma final al Tratado de Adhesión para estos dos países, con vistas a su firma en abril de 2005. Así, Bulgaria y Rumanía se incorporarán a la UE en enero de 2007. Croacia es país candidato desde junio del 2004 y, siempre que coopere plenamente con el Tribunal Penal Internacional para la antigua Yugoslavia, las negociaciones para la adhesión a la UE comenzarán en marzo de 2005. El Consejo Europeo de Helsinki otorgó a Turquía el status de país candidato en 1999. En diciembre de 2004, el Consejo Europeo decidió que, en vista de un informe y de una recomendación presentados por la Comisión, Turquía cumple suficientemente los criterios políticos de Copenhague para iniciar las negociaciones de adhesión, siempre y cuando adopte determinadas leyes. Sobre esta base, el Consejo Europeo solicitó a la Comisión la elaboración de una propuesta marco para iniciar las negociaciones el 3 de octubre de 2005.

El Eurosistema continuó realizando un seguimiento de la evolución monetaria y económica en los países candidatos y prestó especial atención al proceso de reducción de la inflación, a las cuestiones relativas al sector público y a la convergencia estructural con la UE.

Además, el BCE intensificó sus relaciones bilaterales con los bancos centrales de Bulgaria y Rumanía. Las primeras visitas de miembros del Comité Ejecutivo del BCE al Banco Nacional de Bulgaria y al Banco Nacional de Rumanía tuvieron lugar en octubre. El objetivo principal de estas visitas era considerar la futura cooperación con el Eurosistema, que incluirá un diálogo previo entre el BCE y los bancos centrales de los países que estén negociando su incorporación a la UE. Una vez suscrito el Tratado de Adhesión, se invitará a los gobernadores de estos bancos centrales a asistir a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores. También se invitará a expertos de dichos

bancos centrales a participar como observadores en los comités del SEBC cuando se traten cuestiones que entren dentro del ámbito de competencias del Consejo General. En marzo de 2005 está previsto realizar una visita al Banco Nacional de Croacia.

Asimismo, el BCE prosiguió su diálogo de alto nivel en materia de política económica con el Banco Central de la República de Turquía, que incluye la celebración de una reunión anual con el Comité Ejecutivo. Las discusiones se centraron en el proceso de estabilización macroeconómica, la política monetaria y cambiaria del Banco Central de la República de Turquía y la situación económica de la zona del euro. Además de este diálogo, se mantuvieron las actividades de cooperación técnica entre las unidades de gestión del BCE y el Banco Central de la República de Turquía.

**Artista**  
Reinhold A. Goelles  
**Título**  
Sin título  
**Técnica**  
Acrílico sobre tela  
**Tamaño**  
152 × 100 cm  
© Banco Central Europeo



**MARCO INSTITUCIONAL,  
ORGANIZACIÓN  
Y CUENTAS ANUALES**



# I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

## I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los doce Estados miembros que tiene el euro como moneda común. El Consejo de Gobierno adoptó el término «Eurosistema» para facilitar el entendimiento de la estructura de la banca central de la zona del euro. El término, que subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros, también se ha introducido en el Tratado por el que se establece una Constitución para Europa, firmado en Roma el 29 de octubre de 2004. El Consejo de Gobierno ha aprobado también una declaración sobre la misión del Eurosistema, que recoge los propósitos estratégicos y los principios organizativos para que todos los miembros del Eurosistema

cumplan las funciones del Eurosistema (véase recuadro 15).

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales (BCN) de todos los Estados miembros de la UE, 25 desde el 1 de mayo de 2004, aunque aún no hayan adoptado el euro. La distinción entre Eurosistema y SEBC se mantendrá mientras existan Estados miembros que no hayan adoptado el euro.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional y constituye el eje del Eurosistema y del SEBC. El BCE se asegura de que éstos cumplan las fun-

ciones que tienen encomendadas, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los BCN.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores. Los BCN colaboran también en las tareas del Eurosistema y del SEBC a través de la participación de sus expertos en los distintos comités del Eurosistema/SEBC (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el

Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes, respetando debidamente el principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, siempre y cuando existan Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente<sup>1</sup>. En el 2004, con vistas a adoptar este reglamento a lo acontecido desde 1999 y para anticipar los cambios que resulten de la ampliación del SEBC, se revisaron el Reglamento interno del BCE y el Reglamento interno del Consejo General.

1 Véanse la Decisión BCE/2004/2 de 19 de febrero de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33; la Decisión BCE/2004/12 de 17 de junio de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7 de 12 de octubre de 1999 relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

## Recuadro 15

### DECLARACIÓN SOBRE LA MISIÓN DEL EUROSISTEMA

En enero del 2005 se publicó la declaración sobre la misión del Eurosistema. Su adopción por el Consejo de Gobierno, posterior a la adopción, en agosto del 2003, de la declaración sobre la misión del BCE por parte del Comité Ejecutivo, se basa en la experiencia adquirida desde 1999 con un sistema común de bancos centrales para la zona del euro y en los conocimientos específicos y la contribución indispensable de todos los bancos centrales del Eurosistema. Esta declaración afirma lo siguiente:

*«El Eurosistema, formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro, constituye la autoridad monetaria de la zona del euro. En el Eurosistema, nuestro objetivo primordial es mantener la estabilidad de precios en aras del bien común. Asimismo, como destacada autoridad financiera, dirigimos nuestros esfuerzos a preservar la estabilidad financiera y a promover la integración financiera europea.»*

*A fin de lograr nuestros objetivos, concedemos suma importancia a la credibilidad, a la confianza, a la transparencia y a la rendición de cuentas. Tenemos como propósitos una comunicación efectiva con los ciudadanos europeos y con los medios de comunicación, y nos hemos comprometido a que nuestras relaciones con las autoridades europeas y nacionales sean plenamente acordes con las disposiciones del Tratado, observando el principio de independencia.»*

*Conjuntamente contribuimos, tanto en el plano estratégico como en el operativo, a la consecución de nuestros objetivos comunes, respetando el principio de descentralización. Nos hemos comprometido a llevar a cabo una buena gestión y a realizar tareas de forma eficaz y eficiente, con espíritu de cooperación y de trabajo en equipo. Basándonos en nuestra amplia y profunda experiencia, así como en el intercambio de conocimientos, nos proponemos reforzar nuestra identidad común, hablar con una sola voz y aprovechar las sinergias, en un marco en el que las funciones y responsabilidades de todos los miembros del Eurosistema estén claramente definidas.»*

Esta declaración expresa lo que los bancos centrales del Eurosistema tratan de lograr juntos y la manera en la que interactúan y cooperan, basándose en valores compartidos. Se fundamenta en un conjunto acordado de principios organizativos y de propósitos estratégicos (en la dirección del BCE en Internet puede consultarse más información sobre esta cuestión). También pretende proporcionar una orientación clara a sus empleados e informar al público de la manera en que el Eurosistema desempeña las funciones y logra los objetivos que el Tratado y los Estatutos del SEBC les tiene encomendados.

## 1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. De acuerdo con el Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC, y
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne normalmente cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. En la primera reunión del mes efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia, entre otros asuntos. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. De las reuniones que tuvieron lugar en

el 2004, dos se celebraron fuera de Fráncfort: en el Suomen Pankki – Finlands Bank, en Helsinki, y en el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, en Bruselas.

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, sino a título personal y de forma completamente independiente, como refleja el principio de «un voto por miembro» que se emplea en el Consejo de Gobierno.

En virtud de la «cláusula de habilitación» contenida en el Tratado de Niza, el Consejo de la UE reunido en su composición de Jefes de Estado o de Gobierno, previa recomendación del BCE, adoptó por unanimidad el 21 de marzo de 2003 una Decisión que modifica el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC relativo al sistema de votación del Consejo de Gobierno. Tras ser ratificada por todos los Estados miembros, esta Decisión entró en vigor el 1 de junio de 2004. De conformidad con ella, todos los miembros del Consejo de Gobierno continuarán asistiendo a las reuniones y participando en las deliberaciones. Sin embargo, el número de gobernadores de los BCN con derecho de voto en un momento determinado no excederá de 15. Cuando el número de gobernadores de los BCN

## CONSEJO DE GOBIERNO



### Fila posterior

#### (de izquierda de derecha):

Klaus Liebscher, Nout Wellink,  
Erkki Liikanen,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Antonio Fazio, Jaime Caruana

### Fila intermedia

#### (de izquierda a derecha):

Axel A. Weber, Nicholas C.  
Garganas, Christian Noyer,  
Vítor Constâncio, José Manuel  
González-Páramo, Guy Quaden

### Fila anterior

#### (de izquierda a derecha):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Otmar Issing, John Hurley

### Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

### Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

### Jaime Caruana

Gobernador del Banco de España

### Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

**Eugenio Domingo Solans** (hasta el 31 de mayo de 2004)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### Antonio Fazio

Gobernador de la Banca d'Italia

### Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

### José Manuel González-Páramo

(desde el 1 de junio de 2004)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

### Otmar Issing

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### Klaus Liebscher

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (desde el 12 de julio de 2004)

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

### Matti Louekoski

(desde el 1 de abril de 2004 al 11 de julio de 2004)

Gobernador en funciones del Suomen Pankki –  
Finlands Bank

### Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

### Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

### Tommaso Padoa-Schioppa

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jürgen Stark** (desde el 7 al 29 de abril de 2004)

Presidente en funciones del Deutsche Bundesbank

### Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Matti Vanhala** (hasta el 31 de marzo de 2004)

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

**Axel A. Weber** (desde el 30 de abril de 2004)

Presidente del Deutsche Bundesbank

### Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke** (hasta el 16 de abril de 2004)

Presidente del Deutsche Bundesbank

El 29 de septiembre de 2004 falleció Matti Vanhala, miembro del Consejo de Gobierno durante el período 1998-2004. El 9 de noviembre de 2004 falleció Eugenio Domingo Solans, miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno durante el período 1998-2004.

en el Consejo de Gobierno supere esta cifra, ejercerán su derecho de voto según un sistema de rotación. Los 15 derechos de voto rotarán entre los gobernadores, según reglas predeterminadas. Los seis miembros del Comité Ejecutivo mantendrán un derecho de voto permanente.

### 1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está 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. Las prin-

cipales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;
- ser responsable de la gestión diaria del BCE, y
- asumir determinados poderes que delegue en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.



#### Fila posterior

(de izquierda a derecha):

José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

#### Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos

#### Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

#### Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

#### Eugenio Domingo Solans

(hasta el 31 de mayo de 2004)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### José Manuel González-Páramo

(desde el 1 de junio de 2004)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### Otmar Issing

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### Tommaso Padoa-Schioppa

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

El Comité de Gestión, presidido por un miembro del Comité Ejecutivo, asesora y asiste al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de la actividad y el presupuesto anual del BCE.



#### 1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de todos los Estados miembros de la UE, es responsable de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE, debido a que no todos los Estados miembros han

adoptado el euro. En el 2004, el Consejo General se ha reunido cinco veces. El 17 de junio de 2004, los gobernadores de los bancos centrales de los nuevos Estados miembros, que desde la fecha en que se firmó el Tratado de Adhesión habían venido asistiendo a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores, participaron por vez primera como miembros de pleno derecho en la reunión del Consejo General.

##### Fila posterior

###### (de izquierda a derecha):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas, Nout Wellink

##### Fila intermedia

###### (de izquierda a derecha):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vítor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil  
Nyboe Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

##### Fila anterior

###### (de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley



**Jean-Claude Trichet** Presidente del BCE

**Lucas D. Papademos** Vicepresidente del BCE

**Bodil Nyboe Andersen**

Gobernador del Danmarks Nationalbank

**Leszek Balcerowicz**

Presidente del Narodowy Bank Polski

**Michael C. Bonello**

Gobernador del Central Bank of Malta

**Jaime Caruana** Gobernador del Banco de España

**Christodoulos Christodoulou**

Gobernador del Banco Central de Chipre

**Vítor Constâncio**

Gobernador del Banco de Portugal

**Antonio Fazio** Gobernador de la Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**

Gobernador del Banco de Grecia

**Mitja Gaspari** Gobernador de la Banka Slovenije

**Lars Heikensten**

Gobernador del Sveriges Riksbank

**John Hurley**

Gobernador del Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

**Zsigmond Járαι**

Presidente del Magyar Nemzeti Bank

**Marián Jusko** (hasta el 31 de diciembre de 2004)

Gobernador de la Národná banka Slovenska

**Mervyn King** Gobernador del Bank of England

**Vahur Kraft** Gobernador del Eesti Pank

**Klaus Liebscher**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (desde el 12 de julio de 2004)

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

**Matti Louekoski**

(desde el 1 de abril al 11 de julio de 2004)

Gobernador en funciones del Suomen Pankki –

Finlands Bank

**Yves Mersch**

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

Gobernador de la Banque de France

**Guy Quaden**

Gobernador del Nationale Bank van België/Banque

Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimšēvičs**

Gobernador de la Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

**Ivan Šramko** (desde el 1 de enero de 2005)

Gobernador de la Národná banka Slovenska

**Jürgen Stark** (desde el 7 al 29 de abril de 2004)

Presidente en funciones del Deutsche Bundesbank

**Zdeněk Tůma**

Gobernador de la Česká národní banka

**Matti Vanhala** (hasta el 31 de marzo de 2004)

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

**Axel A. Weber** (desde el 30 de abril de 2004)

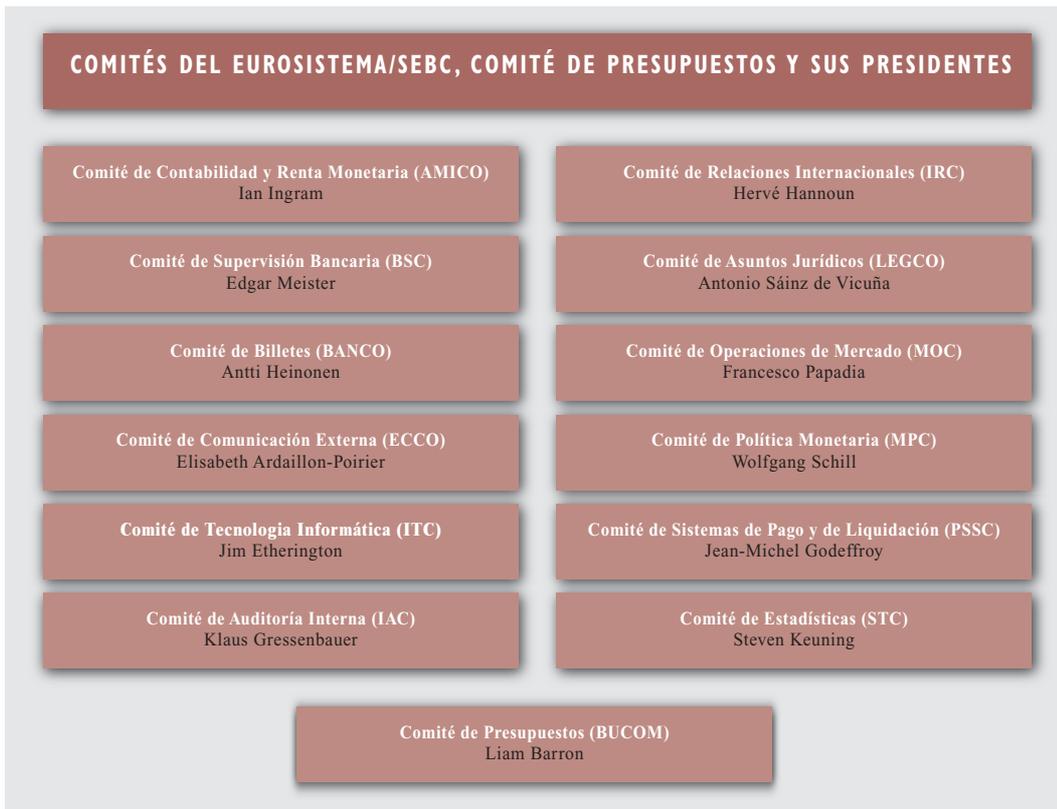
Presidente del Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink** Presidente del Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke** (hasta el 16 de abril de 2004)

Presidente del Deutsche Bundesbank

## 1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC Y COMITÉ DE PRESUPUESTOS



Los Comités del Eurosistema/SEBC han continuado desempeñando un papel destacado, apoyando a los órganos rectores en el desarrollo de sus funciones. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los Comités del SEBC suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los Comités siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. También puede invitarse, cuando proceda, a otros organismos competentes, como los supervisores nacionales en el caso del Comité de Supervisión Bancaria. En la actualidad, existen 12 comités del Eurosistema/SEBC, todos ellos establecidos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento interno del BCE.

El Comité de Presupuestos, creado en virtud del artículo 15 del Reglamento interno del BCE, colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE.

## 1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo comprende también distintos procedimientos de control externos e internos, así como normas relativas al acceso a los documentos del BCE.

### PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNOS

Los Estatutos del BCE prevén dos procedimientos: un auditor externo<sup>2</sup>, que audita las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos

<sup>2</sup> Tras ganar un concurso público en el 2002, KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue designado nuevo auditor externo del BCE para el período de cinco años comprendido entre 2003 y 2007.

del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publican en el Diario Oficial de la Unión Europea y en la dirección del BCE en Internet.

En agosto del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, para ofrecer plenas garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, debería aplicarse el principio de rotación de las empresas de auditoría. Esta decisión se llevó a la práctica como parte del procedimiento de designación del nuevo auditor público.

#### PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNOS

En el año 2004, los auditores internos del BCE, que dependen del Comité Ejecutivo y cuyo mandato se encuentra recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE<sup>3</sup>, siguieron desempeñando sus tareas de valoración y evaluación, caso por caso, de la adecuación y la eficacia del sistema de control interno del BCE, así como de la calidad de su actuación a la hora de desempeñar las competencias que le han sido atribuidas. Los auditores observan las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecida por el Instituto de Auditores Internos.

Un comité del Eurosistema/SEBC, el Comité de Auditoría Interna, que está compuesto por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de la coordinación relativa a la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema/SEBC.

La estructura de control interno del BCE tiene un enfoque funcional, en virtud del cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de su propia eficiencia y control interno. Para ello, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad. Por ejemplo, aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como la muralla china– para impedir que

información privilegiada, procedente, por ejemplo, de las áreas a las que corresponde la puesta en práctica de la política monetaria, alcance las áreas cuya responsabilidad es la gestión de las reservas exteriores y de la cartera de recursos propios del BCE. Además de estos controles, la Dirección de Planificación y Control, la División de Gestión de Riesgos y la Dirección de Auditoría Interna asesoran y presentan propuestas sobre cuestiones de control específicas que afectan al BCE en su conjunto.

Los miembros del Consejo de Gobierno han de atenerse a un Código de Conducta, lo que pone de manifiesto su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones<sup>4</sup>. El Consejo de Gobierno ha nombrado, también, un asesor que orienta a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesional. Este código se completa con el Código de Conducta del Banco Central Europeo, que sirve de guía y establece unos puntos de referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones<sup>5</sup>.

Según las normas relativas a la información confidencial, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido utilizar en provecho propio información confidencial para llevar a cabo actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propio o por cuenta y riesgo de terceros<sup>6</sup>. Un asesor ético nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza la interpretación de estas normas.

3 Esta Ordenanza se encuentra publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

4 Véase el Código de Conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y la dirección del BCE en Internet.

5 Véase el Código de Conducta del Banco Central Europeo elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 76, de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.

6 Véase el artículo 1.2 del Reglamento del personal del BCE relativo a la conducta y el secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.

## MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron un Reglamento relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude<sup>7</sup>, el «Reglamento OLAF», para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilícita que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de OLAF de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias comunitarias.

El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias anteriores adopte decisiones en virtud de las cuales OLAF pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión<sup>8</sup> relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004. El BCE y OLAF han establecido relaciones para garantizar el funcionamiento apropiado de este marco.

## ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

En marzo del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó la Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del BCE<sup>9</sup>. Esta Decisión pretende garantizar que el régimen jurídico del BCE sea acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos comunitarios respecto al acceso público a sus documentos. Simultáneamente, se mejora la transparencia y se respeta la independencia del BCE y de los BCN, al garantizarse la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE.

7 Reglamento (CE) n° 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DOJ L 136, de 31.5.1999, p. 1.

8 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el BCE en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las Condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal de Cuentas Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso C-11/00 de la Comisión contra el Banco Central Europeo.

9 DO L 80 de 18.3.2004, p.42.

## 2 PROGRESOS EN LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

### 2.1 RECURSOS HUMANOS

#### EMPLEADOS

El total de puestos de trabajo presupuestados para el año 2004 fue de 1.362,5 empleos equivalentes a tiempo completo. A finales del 2004, el número de empleados del BCE con contratos indefinidos o temporales de una duración mínima de doce meses ascendía a 1.314, equivalente a 1.309 empleos a tiempo completo, en comparación con 1.213,5 puestos de trabajo a tiempo completo al final del 2003. El número medio de empleados del BCE en el 2004 fue de 1.261, frente a 1.160 en el 2003. Del total de 1.309 puestos, 71 corresponden a empleados de los diez nuevos Estados miembros de la UE, que actualmente están empleados con contratos de vigencia superior a un año. En el 2004 se contrató a 137 nuevos empleados y 41 dejaron su puesto en el BCE. Los puestos de trabajo para el 2005 se han fijado en 1.369,5 empleos equivalentes a tiempo completo, lo que supone un incremento del 0,5% con respecto al año anterior.

Además, 128 expertos de los BCN trabajaron en el BCE durante períodos cortos de una duración media de aproximadamente cinco meses. De estos expertos, 63 procedían de los nuevos Estados miembros de la UE. Estas breves estancias de trabajo resultaron ser especialmente útiles, tanto para el BCE como para los BCN de los nuevos Estados miembros, para preparar la ampliación de la UE y apoyar la integración de estos BCN en el SEBC.

En el 2004 el BCE ofreció 123 contratos de duración inferior a un año, frente a 113 contratos en el 2003, con el fin de reemplazar a empleados de baja por maternidad, paternidad y con permiso sin sueldo.

El año pasado, el BCE ofreció contratos en prácticas, por un período medio aproximado de tres meses, a 172 estudiantes y licenciados, casi todos con formación económica, en comparación con 166 contratos de este tipo en el 2003. De ellos, 54 eran ciudadanos de los nuevos Estados miembros, y otros seis procedían de

Rumanía o Bulgaria. De los 172 estudiantes en prácticas, 11 participaron en el programa de investigación de posgrado (12 en el 2003), destinado a estudiantes destacados próximos a finalizar sus estudios de doctorado.

El programa de investigadores visitantes, que se centra en proyectos concretos de investigación de alto nivel en el ámbito de la política monetaria, contó con la participación de 18 investigadores, en comparación con los 24 que participaron en el 2003.

#### MOVILIDAD INTERNA

En el 2004, 95 empleados accedieron a un nuevo puesto de trabajo, tras solicitar el cubrir vacantes internas. Además, el BCE favoreció la movilidad interna temporal, y 51 empleados pasaron a realizar un trabajo diferente durante un período limitado, con el fin de ampliar su experiencia laboral o de ocuparse de cuestiones de trabajo urgentes, pero temporales, para posteriormente regresar a su puesto anterior.

#### MOVILIDAD EXTERNA

De acuerdo con el programa de experiencia laboral externa, creado en el 2003 con el fin de favorecer el desarrollo profesional de los empleados, se puede destinar temporalmente a empleados a los BCN y a otras destacadas instituciones internacionales y europeas. En el 2004, siete empleados participaron en este programa durante períodos de cuatro a diez meses. Además, el BCE concede permisos sin sueldo hasta tres años a los empleados que quieran trabajar en otros organismos financieros relacionados. En el 2004, 12 empleados se acogieron a esta posibilidad. Los principios organizativos del Eurosistema aprobados por el Consejo de Gobierno y publicados en enero del 2005 afirman que «todos los miembros del Eurosistema promoverán el intercambio de personal, conocimientos y experiencia entre ellos».

#### EL BCE EN MOVIMIENTO

En octubre del 2003, el Comité Ejecutivo estableció un programa para realizar un seguimiento y evaluar la aplicación de las medidas que había aprobado en el contexto de un programa de cam-



bios organizativos denominado «el BCE en movimiento». Esta iniciativa tenía por objeto mejorar la eficacia y la eficiencia de la organización y abarca cuestiones relacionadas con la gestión, el desarrollo profesional, la comunicación interna y la burocracia. En el 2004 se hicieron considerables progresos en los cuatro ámbitos, y la oficina de gestión del programa presentó su informe final. Dado que el efecto de algunas medidas sólo se pondrá de manifiesto en el medio plazo, se continuarán supervisando los avances realizados.

### **ANÁLISIS DE LA ESTRATEGIA DE RECURSOS HUMANOS**

Desde 1998, las prioridades del BCE han sido el establecimiento de sus funciones, la formulación y ejecución de la política monetaria única y la introducción del euro. Inevitablemente, esto supone que la política de recursos humanos ha de centrarse en los conocimientos técnicos para puestos de trabajo determinados. En este contexto, se realizó un análisis exhaustivo de la estrategia de recursos humanos, cuyas conclusiones se presentaron en el 2004.

La principal conclusión fue que la política de contratación debería exigir competencias profesionales más amplias. Además, se ha de fomentar el desarrollo de la carrera de los empleados y la movilidad, con el fin de ampliar las sinergias y los conocimientos técnicos dentro del BCE. La gestión de los recursos humanos se ha flexibilizado al centrar la contratación externa en personas que inician su carrera profesional con una formación más general y al introducir contratos temporales para todos los nuevos empleados y directivos. Estas medidas se verán complementadas, en el 2005, con la creación de un programa de posgrado en el BCE dirigido a personas que hayan obtenido la licenciatura recientemente y que cuenten con una extensa formación. Se ha creado un nuevo nivel de directivos intermedios, con el fin de establecer un control razonable tras un período de rápido

crecimiento del personal. Se desarrollarán las aptitudes de mando ampliando la formación y la preparación de los directivos. A partir de la declaración sobre la misión del BCE se han identificado seis valores comunes, y el BCE ha preparado declaraciones explicando su significado. Estos valores –competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas, y trabajar por Europa– desempeñarán un papel fundamental en la estrategia de recursos humanos, junto con los modelos y perfiles de competencia profesional para todo el BCE que se están desarrollando.

### **GESTIÓN DE LA DIVERSIDAD**

La gestión de la diversidad trata de suavizar las diferencias entre el personal, con el fin de crear un entorno de trabajo productivo y respetuoso en el que el talento se aproveche al máximo y se alcancen los objetivos organizativos. La citada gestión de la diversidad es importante para el BCE, ya que emplea a personas procedentes de todos los Estados miembros de la UE, colabora estrechamente con los 25 BCN de la UE y está al servicio de los ciudadanos europeos. Por consiguiente, el BCE está integrando la gestión de la diversidad en sus actividades cotidianas, de forma que se reconozcan las competencias profesionales del personal y se plasmen en el elevado nivel de rendimiento necesario para que el BCE cumpla su cometido.

## **2.2 NUEVA SEDE DEL BCE**

En el 2004 se avanzó de manera decisiva en la planificación de la nueva sede del BCE. En febrero, un jurado internacional, presidido por el vicepresidente del BCE, hizo públicos los tres proyectos ganadores en el concurso de arquitectura. El primer premio fue otorgado a COOP HIMMELB(L)AU, de Viena, el segundo a ASP Schweger Assoziierte, de Berlín, y el tercero a 54f architekten + ingenieure, de Darmstadt, en

colaboración con T. R. Hamzah & Yeang, de Selangor en Malasia. De los doce candidatos preseleccionados en el 2003, estos estudios de arquitectura son los que mejor adecuaron sus propuestas a los criterios exigidos, que se mencionan a continuación:

- planificación urbana, arquitectura y paisaje;
- conformidad con las principales características del programa funcional y espacial;
- concepto medioambiental y energético factible y conformidad con las principales características de los requisitos técnicos del BCE; y
- conformidad con la normativa aplicable, especialmente en el campo de la legislación urbanística y medioambiental.

La nueva sede del BCE se construirá en el Grossmarkthalle, un edificio protegido, donde estaba situado anteriormente el mercado mayorista de frutas y hortalizas. Uno de los principales retos para los arquitectos fue la integración del antiguo edificio de ladrillo rojo en una moderna estructura de oficinas sin modificar su aspecto de forma sustancial.

El anuncio de los tres proyectos ganadores fue seguido de una exposición en el Deutsches Architektur Museum, en Fráncfort, en el que se mostraron al público los proyectos de los 71 arquitectos que se presentaron al concurso.

En marzo del 2004, el Consejo de Gobierno invitó a los tres estudios de arquitectura premiados a participar en una fase de revisión, con el objetivo principal de que revisaran sus propuestas y tomaran en consideración las recomendaciones y requerimientos del jurado, del BCE y de la ciudad de Fráncfort.

El Grossmarkthalle fue adquirido por el BCE a la ciudad de Fráncfort en el año 2002. Tras el traslado de los mayoristas a su nuevo emplazamiento, las autoridades municipales comenzaron a despejar el interior y los alrededores,

preparándolo para su entrega al BCE en diciembre del 2004. De conformidad con las órdenes de conservación, se ha tenido especial cuidado en respetar tanto el edificio central como las alas este y oeste, así como las zonas que podrían ser adecuadas para erigir un monumento en memoria de la comunidad judía y un espacio informativo para conmemorar la deportación de los ciudadanos judíos desde el Grossmarkthalle. El BCE, la comunidad judía de Fráncfort y la propia ciudad acordaron colaborar estrechamente en la organización de un concurso de ideas para la posterior construcción de este monumento, que previsiblemente se convocará a finales del 2005.

El Consejo de Gobierno adoptó la decisión relativa al diseño de la futura sede del BCE el 13 de enero de 2005. Tras amplias deliberaciones y una evaluación detallada de los puntos fuertes y débiles de los tres proyectos ganadores, basada en los criterios de selección, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que la propuesta revisada presentada por COOP HIMMELB(L)AU era la que mejor reunía los requisitos técnicos y funcionales establecidos por el BCE, además de traducir a lenguaje arquitectónico los elementos que reflejan los valores del BCE. Esta decisión estuvo en consonancia con el fallo del jurado internacional que había otorgado el primer premio a este proyecto. La próxima etapa será de «optimización», y en ella se volverá a analizar el proyecto ganador, sobre todo para lograr la utilización óptima de los recursos y minimizar costes. En la dirección del BCE en Internet puede obtenerse más información sobre el concurso y el proyecto ganador.

### 3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El diálogo social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes de los empleados de todos los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos. Su objetivo es proporcionar información y debatir las decisiones del Consejo General y del Consejo de Gobierno que tengan importantes repercusiones para la situación laboral en los bancos centrales del SEBC.

En la novena reunión del Diálogo Social del SEBC estuvieron presentes, por primera vez, representantes de los empleados de siete de los nuevos Estados miembros de la UE. Los participantes confirmaron su compromiso con el proceso de integración en el SEBC, en general, y su participación en el Diálogo Social del SEBC, en particular. El BCE animó a los BCN de todos los nuevos Estados miembros a facilitar la participación de representantes de los empleados en este foro.

Los principales puntos considerados en la novena y décima reuniones del Diálogo Social del BCE fueron TARGET2, la fabricación de billetes y el seguimiento del Plan de acción para los servicios financieros de la Comisión Europea. También se trataron temas más generales, como las formas de desarrollar una identidad compartida y de promover la cooperación a partir de principios comunes. El BCE subrayó que el SEBC se ha comprometido a proporcionar servicios de banca central de alta calidad al mínimo coste posible, para lo que se requiere eficacia y eficiencia. Se informó a los participantes de que el Consejo de Gobierno había adoptado una declaración sobre la misión del Eurosistema, sus intenciones estratégicas y sus principios organizativos. Los representantes de los empleados destacaron la importancia de su participación en el desarrollo de estos aspectos y del respeto a las diferencias culturales entre los bancos centrales. Por último, en la décima reunión del Diálogo Social del SEBC, el BCE y los representantes del personal reafirmaron el valor de este singular foro de consulta.



## 4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

# INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2004

## 1 PRINCIPALES ACTIVIDADES

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2004 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

## 2 CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Las cuentas son posteriormente aprobadas por el Consejo de Gobierno y publicadas.

## 3 RESULTADOS FINANCIEROS

Las cuentas anuales del BCE del ejercicio 2004, que figuran en las páginas 200 a la 217, reflejan una pérdida neta de 1.636 millones de euros, frente a una pérdida neta de 477 millones de euros en el 2003. Como en el pasado ejercicio, la pérdida obedeció principalmente al continuado fortalecimiento del tipo de cambio del euro, que se tradujo en una disminución del valor en euros de las tenencias del BCE de activos denominados en dólares estadounidenses. La pérdida neta se ha determinado teniendo en cuenta todos los ingresos obtenidos por el BCE, incluyendo los 733 millones de euros generados por los billetes en circulación. La permanencia de los tipos de interés en niveles históricamente reducidos tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuó incidiendo sobre los ingresos por intereses del BCE en el 2004.

Dado que la valoración de la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se revisa periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE depende en gran medida de las variaciones de dichos factores. El grado de exposición es consecuencia, principalmente, del gran volumen de tenencias oficiales de activos de reserva en moneda extranjera del Eurosistema, que se invierten en instrumentos remunerados.

La normativa contable armonizada del BCE y del Eurosistema, descrita en las notas a las cuentas anuales, se ha diseñado teniendo en cuenta estos importantes riesgos y está basada fundamentalmente en el principio de prudencia. En concreto, su objetivo es garantizar que las ganancias no realizadas resultantes de la revalorización de activos y pasivos no se consideren ingresos y, por tanto, no constituyan un beneficio distribuable. Por el contrario, las pérdidas no realizadas por revaluación al final del ejercicio figuran en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La mayor parte de los activos de reserva en moneda extranjera del BCE se mantiene en dólares estadounidenses, si bien también incluyen tenencias en yenes, oro y DEG. El euro se apreció frente al dólar, desde los 1,2630 dólares el 31 de diciembre del 2003, hasta los 1,3621 dólares el 31 de diciembre de 2004 (aproximadamente un 8%) y, en menor medida, también se apreció frente al yen. En consecuencia, la revaluación de las tenencias netas en estas monedas se tradujo en una reducción de su valor en euros por un importe de 2,1 mm de euros.

Al final del 2004, el BCE contaba con 1.309 empleados (incluidos 131 de nivel directivo), frente a los 1.213 del año anterior. Este aumento fue fundamentalmente consecuencia de la ampliación de la UE. En la sección 2 «Progresos en la organización» del capítulo 8 del Informe Anual y en las «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias» se proporciona información más detallada.

Los gastos administrativos del BCE, incluida la amortización, se incrementaron en un 18%, desde 316 millones de euros en el 2003 hasta 374 millones de euros en el 2004. El aumento de las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones, de acuerdo con la revisión actuarial, ha constituido el factor principal del incremento de los costes de personal, que pasaron de 130 a 161 millones de euros. En el 2004 los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 2,1 millones de euros (2 millones de euros en el 2003).

La inversión en activos fijos ascendió a aproximadamente 90 millones de euros. La principal partida (61 millones de euros) estuvo constituida por la activación de los costes del terreno de la sede definitiva del BCE, una vez realizado el último pago.

#### ***Cobertura de las pérdidas registradas por el BCE en el 2004***

El 11 de marzo de 2005, el Consejo de Gobierno decidió compensar las pérdidas del 2004 mediante: a) la aplicación del fondo de reserva general, por un importe total de 296 millones de euros, y b) el empleo de ingresos monetarios asignados a los BCN por un importe en torno a 1.340 millones de euros, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC. El importe de los ingresos monetarios utilizado para cubrir estas pérdidas representa, aproximadamente, un 15% de los ingresos monetarios totales del Eurosistema. La forma de cubrir estas pérdidas fue autorizada en principio por el Consejo de Gobierno, antes de que los BCN hubiesen cerrado las cuentas anuales del 2004, afectando a sus resultados de dicho ejercicio. Cada BCN contribuyó con una parte de sus ingresos monetarios, de acuerdo con su clave de participación en el capital del BCE.

#### **4 MODIFICACIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL DEL BCE EN EL 2004**

De conformidad con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, la clave de los BCN para la suscripción de capital del BCE debe ajustarse cada cinco años. El primero de dichos ajustes desde la creación del BCE se llevó a cabo el 1 de enero de 2004. A dicha modificación le sucedió otra el 1 de mayo de 2004, como consecuencia de la adhesión de diez nuevos Estados miembros. En conjunto, estas dos modificaciones han producido los siguientes efectos:

- a) una reducción del peso de los BCN de la zona del euro en la clave de capital del BCE;
- b) la consecuente disminución de los activos de los BCN de la zona del euro frente al BCE

contrapartida de los activos exteriores de reserva que transfirieron cuando entraron a formar parte de la zona del euro, y

- c) un aumento del capital desembolsado por parte de los BCN no pertenecientes a la zona del euro a raíz de la adhesión de diez nuevos Estados miembros, que también refleja un incremento del 5% al 7% de desembolso mínimo del capital suscrito por los trece BCN no pertenecientes a la zona del euro.

En la nota 15 de las cuentas anuales se explican más detalladamente estas modificaciones.

#### **5 INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO**

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN del Eurosistema, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del SEBC y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

La cartera de recursos propios del BCE es reflejo de la inversión del capital desembolsado, del fondo de reserva general y de los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar un fondo de reserva al BCE a fin de hacer frente a posibles pérdidas.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2 del Informe Anual.

#### **6 GOBIERNO DEL BCE**

La información relacionada con el gobierno del BCE se detalla en el capítulo 8 del Informe Anual.

## **7 EMPLEADOS**

La estrategia de recursos humanos del BCE, junto con una información más amplia sobre el personal empleado, se describe en el capítulo 8 del Informe Anual.



## BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2004

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2004 €	2003 €
<b>Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>7.928.308.842</b>	<b>8.145.320.117</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>		
Activos frente al FMI		163.794.845	211.651.948
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		26.938.993.980	28.593.384.857
		<b>27.102.788.825</b>	<b>28.805.036.805</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>3</b>		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		<b>87.660.507</b>	<b>474.743.402</b>
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		40.100.852.165	34.899.471.205
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		3.410.918.324	4.599.894.403
		<b>43.511.770.489</b>	<b>39.499.365.608</b>
<b>Otros activos</b>	<b>6</b>		
Inmovilizado material		187.318.304	128.911.950
Otros activos financieros		6.428.319.567	5.573.756.258
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		770.894.480	590.646.023
Diversos		6.933.022	37.791.421
		<b>7.393.465.373</b>	<b>6.331.105.652</b>
<b>Pérdida del ejercicio</b>		<b>1.636.028.702</b>	<b>476.688.785</b>
<b>Total activo</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

PASIVO	NOTA NÚMERO	2004 €	2003 €
<b>Billetes en circulación</b>	<b>7</b>	<b>40.100.852.165</b>	<b>34.899.471.205</b>
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>9</b>	<b>137.462.706</b>	<b>146.867.501</b>
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	<b>10</b>	<b>4.967.080</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	<b>10</b>		
Depósitos y otros pasivos		<b>1.254.905.957</b>	<b>1.452.432.822</b>
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera		<b>39.782.265.622</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Otros pasivos</b>	<b>12</b>		
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.136.708.542	1.162.299.071
Diversos		327.802.782	174.890.973
		<b>1.464.511.324</b>	<b>1.337.190.044</b>
<b>Provisiones</b>	<b>13</b>	<b>110.636.285</b>	<b>87.195.777</b>
<b>Cuentas de revalorización</b>	<b>14</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>
<b>Capital y reservas</b>	<b>15</b>		
Capital		4.089.277.550	4.097.229.250
Reservas		296.068.424	772.757.209
		<b>4.385.345.974</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Total pasivo</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO 2004

	NOTA NÚMERO	2004 €	2003 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		422.418.698	541.294.375
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		733.134.472	698.245.187
Otros ingresos por intereses		1.456.650.188	1.449.963.923
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>2.612.203.358</i>	<i>2.689.503.485</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(693.060.433)	(807.683.148)
Otros gastos por intereses		(1.229.369.015)	(1.166.693.660)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(1.922.429.448)</i>	<i>(1.974.376.808)</i>
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>18</b>	<b>689.773.910</b>	<b>715.126.677</b>
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	19	136.045.810	525.260.622
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	20	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		0	2.568.708.838
<b>Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos</b>		<b>(1.957.239.299)</b>	<b>(878.720.100)</b>
<b>Gastos netos por honorarios y comisiones</b>	<b>21</b>	<b>(261.517)</b>	<b>(63.466)</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>22</b>	<b>5.956.577</b>	<b>2.911.280</b>
<b>Total ingresos netos</b>		<b>(1.261.770.329)</b>	<b>(160.745.609)</b>
Gastos de personal	23 y 24	(161.192.939)	(129.886.988)
Gastos de administración	25	(176.287.651)	(153.549.282)
Amortización del inmovilizado material		(33.655.824)	(30.410.140)
Gastos de producción de billetes	26	(3.121.959)	(2.096.766)
<b>Pérdida del ejercicio</b>		<b>(1.636.028.702)</b>	<b>(476.688.785)</b>

Fráncfort del Meno, 4 de marzo de 2005

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet  
Presidente

# NORMATIVA CONTABLE<sup>1</sup>

## FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación<sup>2</sup>, y que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

## PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

## CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

## ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se realiza divisa a divisa, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera de balance.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y no se hace distinción entre

las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2004.

## VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2004, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2004. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

## RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan o en el que se incurren. Las ganancias y las pérdidas realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la cuenta de pérdidas y ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otra moneda, valor u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y al tipo de cambio de fin de año.

1 La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002 (BCE/2002/11), DO L 58 de 3.3.2003, p. 38-59.

2 Estos principios son coherentes con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

#### **OPERACIONES TEMPORALES**

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Estos compromisos de recompra aparecen reflejados en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

Mediante las adquisiciones temporales se compran valores al contado y con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Estos compromisos de reventa aparecen reflejados en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE, y generan ingresos por intereses en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores, sólo se registran en el balance cuando la garantía es proporcionada al BCE en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En el 2004, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo durante la vigencia de tales operaciones.

#### **POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE**

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swap* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. La valoración de los futuros sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las posiciones de futuros sobre tipos de interés vivas se registran en cuen-

tas fuera de balance. Las modificaciones diarias del margen de fluctuación quedan registradas en la cuenta de pérdidas y ganancias.

#### **ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE**

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

#### **SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA**

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET, que es un sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, (véase el capítulo 2), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN de la zona del euro frente al BCE, a excepción del capital del BCE y del pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank y Bank of England)

con el BCE se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

### TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos se valoran al precio de adquisición. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	cuatro años
Equipamiento, mobiliario e instalaciones	diez años
Edificios y gastos de renovación activados	veinticinco años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

El período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE, se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente antes de que el BCE se haya trasladado a su sede definitiva.

### PLAN DE PENSIONES DEL BCE

Los activos del plan, que se mantienen con el único propósito de proporcionar pensiones a sus miembros y beneficiarios, se incluyen entre los otros activos del BCE y se identifican de forma separada en las notas al balance. Las pérdidas y ganancias por valoración de 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.

### BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los doce BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros<sup>3</sup>. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes<sup>4</sup>. Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los

billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses<sup>5</sup>, se presentan en la subpartida «Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida «Ingresos netos por intereses». El Consejo de Gobierno ha decidido que estos ingresos se distribuirán por separado a los BCN de forma provisional al final de cada trimestre<sup>6</sup>. Estos ingresos se distribuirán en su totalidad a menos que el beneficio neto del BCE de ese ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida reducir estos ingresos en razón de los gastos hechos por el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

### 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.

3 Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (BCE/2001/15), DO L 337 de 20.12.2001, p. 52-54, modificada por la Decisión BCE/2003/23, DO L 9 de 15.01.2004, p. 40-41 y por la Decisión BCE/2004/9, DO L 205 de 9.06.2004, p. 17-18.

4 «Clave de asignación de billetes» significa los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

5 Decisión del BCE de 6 de diciembre de 2001 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002 (BCE/2001/16), DO L 337 de 20.12.2001, p. 55-61, modificada por la Decisión BCE/2003/22, DO L 9, de 15.01.2004, p. 39.

6 Decisión del BCE de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación (BCE/2002/9), DO L 323, de 28.11.2002, p. 49-50.

De acuerdo con el artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero del 2007.

# NOTAS AL BALANCE

## I ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24,7 millones de onzas de oro fino, igual que en el 2003. En el ejercicio 2004 no ha tenido lugar ninguna operación con oro. La variación en el saldo comparado con el del 2003 es consecuencia de la revaluación a final de año de dichas tenencias (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

## 2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

### *Activos frente al FMI*

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2004. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. El DEG se define en términos de una cesta de divisas, y su valor es determinado como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

### *Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores*

### *Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro*

Estos activos incluyen los depósitos en bancos, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, denominados en dólares estadounidenses y yenes, según el siguiente detalle:

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2004 €	2003 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	2.682.171.017	1.365.187.080	1.316.983.937
Depósitos	848.227.002	1.197.220.582	(348.993.580)
Adquisiciones temporales	2.408.046.989	3.834.025.154	(1.425.978.165)
Inversiones en valores	21.000.548.972	22.196.952.041	(1.196.403.069)
Total	26.938.993.980	28.593.384.857	(1.654.390.877)

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2004 €	2003 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	26.506	26.740	(234)
Depósitos	2.547.022.979	2.799.445.764	(252.422.785)
Adquisiciones temporales	4.967.080	0	4.967.080
Total	2.552.016.565	2.799.472.504	(247.455.939)

La reducción que se ha producido en estas posiciones durante el 2004 se debe, fundamentalmente, a la revaluación a final de año de los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses. La depreciación del dólar estadounidense, y en menor medida del yen, frente al euro han dado lugar a una disminución importante de su valor equivalente en euros (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» y «Reconocimiento de ingresos» en el apartado sobre normativa contable).

## 3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2004, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a no residentes en la zona del euro.

## 4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2004, este activo estaba formado por un depósito bancario frente a un residente en la zona del euro.

## 5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

### *Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema*

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

### *Otros activos intra-Eurosistema (neto)*

Esta rúbrica se compone de los saldos TARGET de los BCN de la zona del euro frente al BCE y de los importes debidos relativos a la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes. A 31 de diciembre de 2004, los BCN de la zona del euro adeudaban 536 millones de euros en relación con las distribuciones provisionales de los ingresos del BCE derivados de los billetes. Se trata de las distribuciones provisionales de tales ingresos a los BCN de la zona del euro correspondientes a los tres primeros trimestres del año, que fueron posteriormente revocadas (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 18 de «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias»).

	2004 €	2003 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	64.024.554.579	49.646.309.854
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	(61.149.859.140)	(45.579.175.620)
Posición neta de TARGET	2.874.695.439	4.067.134.234
Debido por/(a) los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	536.222.885	532.760.169
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	3.410.918.324	4.599.894.403

## 6 OTROS ACTIVOS

### *Inmovilizado material*

Estos activos, a 31 de diciembre de 2004, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2004 €	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2003 €	Diferencia €
Terrenos y construcciones	135.997.016	54.929.962	81.067.054
Equipamiento informático	43.089.388	45.407.622	(2.318.234)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	3.809.292	2.149.813	1.659.479
Inmovilizado en curso	3.215.050	23.259.861	(20.044.811)
Otros activos fijos	1.207.558	3.164.692	(1.957.134)
<b>Total</b>	<b>187.318.304</b>	<b>128.911.950</b>	<b>58.406.354</b>

El aumento de la partida «Terrenos y construcciones», se debe a:

- la adquisición por parte del BCE del terreno destinado a su sede definitiva. Sobre la base de una superficie predeterminada de suelo destinado a la construcción, el precio mínimo de adquisición se fijó en 61,4 millones de euros, a pagar a plazos, abonados hasta el 31 de diciembre de 2004, fecha en que la titularidad del solar se transferiría al BCE. Esta cantidad ha sido ya totalmente desembolsada y, por tanto, se incluye en el apartado «Terrenos y construcciones», y
- transferencia desde la partida «Inmovilizado en curso» de las inversiones efectuadas en el acondicionamiento de la tercera sede del BCE, como consecuencia de la puesta en funcionamiento de los activos.

### Otros activos financieros

Los principales componentes de esta rúbrica del balance son:

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Valores emitidos en euros	5.399.222.333	5.276.052.927	123.169.406
Adquisiciones temporales en euros	869.977.933	167.100.400	702.877.533
Activos relacionados con el fondo de pensiones del BCE	120.243.662	91.727.194	28.516.468
Otros activos financieros	38.875.639	38.875.737	(98)
Total	6.428.319.567	5.573.756.258	854.563.309

- Los valores emitidos en euros y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los fondos propios del BCE (véase también la nota 12).
- Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE ascienden a 120,2 millones de euros, frente a 91,7 millones en el 2003. Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y de su personal a 31 de diciembre de 2004, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones periódicas del BCE y de los miembros del plan se invierten mensualmente. Los activos del plan no son fungibles con otros activos financieros del BCE, y sus ingresos netos no constituyen ingresos del BCE, sino que se reinvierten en el fondo hasta el pago de las pensiones. El gestor externo valora los activos del fondo de pensiones utilizando para ello los precios de mercado vigentes a fin de año.
- El BCE posee 3.000 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 38,5 millones de euros.

### Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

En el 2004, esta partida incluía intereses a cobrar por importe de 197 millones de euros (165 millones en el 2003) correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema del último trimestre (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

El resto de esta partida consiste principalmente de los intereses devengados por valores y otros activos financieros.

### Diversos

En el 2004, el principal componente de esta partida es un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

## 7 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación (ver «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

## 8 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET.

## 9 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estos pasivos incluyen principalmente los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

## 10 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON RESIDENTES Y NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con residentes y no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE son los siguientes:

<i>Pasivos con residentes en la zona del euro</i>	2004 €	2003 €	Diferencia €
Cesiones temporales	4.967.080	0	4.967.080

<i>Pasivos con no residentes en la zona del euro</i>	2004 €	2003 €	Diferencia €
Cesiones temporales	1.254.905.957	1.452.432.822	(197.526.865)

## 11 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro, que surgieron por la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Los pasivos están denominados en euros por el contravalor de los activos fijado en el momento de la transferencia, y se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 18 de «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias»).

Tras la disminución de la ponderación en la clave de capital del BCE de los BCN de la zona del euro el 1 de enero de 2004, y la posterior modificación de la clave de capital del BCE realizada el 1 de mayo de 2004 (véase la nota 15), el pasivo total inicial de 40.497.150.000 euros se ha reducido en dos etapas a 39.782.265.622 euros, mediante Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno de conformidad con el artículo 30.3 de los Estatutos del SEBC. Este ajuste se efectuó a fin de posibilitar que los BCN que entren a formar parte del Eurosistema en el futuro puedan transferir la totalidad de los activos exteriores de reserva que les corresponda de forma proporcional a su participación en ese momento en la clave de capital del BCE. La reducción del pasivo denominado en euros no requirió la transferencia de activos exteriores de reserva entre el BCE y los BCN.

	Hasta el 31 de diciembre de 2003 €	Desde el 1 de enero hasta el 30 de abril de 2004 €	A partir del 1 de mayo de 2004 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	1.414.850.000	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	12.246.750.000	11.702.000.000	11.761.707.508
Bank of Greece	1.028.200.000	1.080.700.000	1.055.840.343
Banco de España	4.446.750.000	4.390.050.000	4.326.975.513
Banque de France	8.416.850.000	8.258.750.000	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424.800.000	512.700.000	513.006.858
Banca d'Italia	7.447.500.000	7.286.300.000	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	74.600.000	85.400.000	87.254.014
De Nederlandsche Bank	2.139.000.000	2.216.150.000	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	1.179.700.000	1.150.950.000	1.157.451.203
Banco de Portugal	961.600.000	1.006.450.000	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698.500.000	714.900.000	717.118.926
<b>Total</b>	<b>40.497.150.000</b>	<b>39.819.200.000</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 OTROS PASIVOS

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11). Las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones, incluida una provisión basada en la valoración actuarial (véase la nota 13), ascendieron a 148,8 millones de euros (100,6 millones de euros en el 2003). En esta partida se incluyen otras periodificaciones y operaciones de cesión vivas por un importe de 200 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6).

## 13 PROVISIONES

Esta partida incluye provisiones relativas a pensiones y gastos en bienes y servicios, junto con una provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales, para devolverlas a su estado original, cuando el BCE se traslade a su sede definitiva.

## 14 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos.

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Oro	1.853.957.106	2.070.968.381	(217.011.275)
Divisas	0	1.901	(1.901)
Valores	67.160.084	105.493.783	(38.333.699)
Total	1.921.117.190	2.176.464.065	(255.346.875)

## 15 CAPITAL Y RESERVAS

### Capital

#### a) Cambios en la clave de capital del BCE

De acuerdo con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, la clave de los BCN para la suscrip-

ción de capital del BCE debe ajustarse cada cinco años. El primero de dichos ajustes desde la creación del BCE se llevó a cabo el 1 de enero de 2004. El 1 de mayo de 2004 tuvo lugar una segunda modificación, como consecuencia de la adhesión de diez nuevos Estados miembros. De acuerdo con la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos que deben utilizarse en la determinación de la clave para la suscripción de capital del BCE, las claves de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2004 y el 1 de mayo de 2004 de la siguiente forma:

	Hasta el 31 de diciembre de 2003 %	Desde el 1 de enero hasta el 30 de abril de 2004 %	A partir del 1 de mayo de 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>Total de los BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>

	Hasta el 31 de diciembre de 2003 %	Desde el 1 de enero hasta el 30 de abril de 2004 %	A partir del 1 de mayo de 2004 %
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>Total de los BCN no perteneciente a la zona del euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>Total de los BCN pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### **b) Capital del BCE**

Debido a la reducción del 1,3559% en la ponderación de los BCN pertenecientes a la zona del euro (cuyas suscripciones están totalmente desembolsadas) respecto de los 5 mm de euros de capital del BCE, su participación en el capital suscrito disminuyó el 1 de enero de 2004 de 4.049.715.000 euros a 3.981.920.000 euros. El 1 de mayo de 2004, se redujo nuevamente hasta 3.978.226.562 euros, como resultado de la adhesión de diez nuevos Estados miembros.

De conformidad con el artículo 49.3 de los Estatutos del SEBC, que el Tratado de Adhesión ha

añadido a los Estatutos, el capital suscrito del BCE aumenta de forma automática cuando un nuevo Estado miembro se adhiere a la UE y su BCN ingresa en el SEBC. El aumento se determina multiplicando el capital suscrito vigente en ese momento (es decir, 5 mm de euros), por el coeficiente resultante de dividir la ponderación del BCN que se incorpora entre la correspondiente a los BCN que hasta entonces formen parte del SEBC, teniendo en cuenta las claves modificadas por la adhesión del nuevo miembro. Por tanto, el 1 de mayo de 2004 el capital suscrito del BCE se incrementó a 5.565.000.000 euros.

Los trece bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un porcentaje mínimo del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Este desembolso mínimo aumentó del 5% al 7% el 1 de mayo de 2004. Incluidas las aportaciones de los diez nuevos BCN no pertenecientes a la zona del euro, los desembolsos por este concepto ascendieron a 111.050.988 euros en esa fecha. A diferencia de los BCN pertenecientes a la zona del euro, los BCN no pertenecientes a la zona no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

El efecto combinado de las tres circunstancias reflejadas fue la reducción del capital desembolsado desde 4.097.229.250 euros a 31 de diciembre de 2003 hasta 4.032.824.000 a 1 de enero de 2004, y el posterior aumento hasta 4.089.277.550 a 1 de mayo de 2004, tal y como se muestra en el siguiente cuadro:

	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2003	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2003	Capital suscrito del 1 de enero al 30 de abril de 2004	Capital desembolsado del 1 de enero al 30 de abril de 2004	Capital suscrito desde el 1 de mayo de 2004 <sup>1)</sup>	Capital desembolsado desde el 1 de mayo de 2004
	€	€	€	€	€	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	143.290.000	143.290.000	141.485.000	141.485.000	141.910.195	141.910.195
Deutsche Bundesbank	1.224.675.000	1.224.675.000	1.170.200.000	1.170.200.000	1.176.170.751	1.176.170.751
Bank of Greece	102.820.000	102.820.000	108.070.000	108.070.000	105.584.034	105.584.034
Banco de España	444.675.000	444.675.000	439.005.000	439.005.000	432.697.551	432.697.551
Banque de France	841.685.000	841.685.000	825.875.000	825.875.000	827.533.093	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42.480.000	42.480.000	51.270.000	51.270.000	51.300.686	51.300.686
Banca d'Italia	744.750.000	744.750.000	728.630.000	728.630.000	726.278.371	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	7.460.000	7.460.000	8.540.000	8.540.000	8.725.401	8.725.401
De Nederlandsche Bank	213.900.000	213.900.000	221.615.000	221.615.000	222.336.360	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	117.970.000	117.970.000	115.095.000	115.095.000	115.745.120	115.745.120
Banco de Portugal	96.160.000	96.160.000	100.645.000	100.645.000	98.233.106	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69.850.000	69.850.000	71.490.000	71.490.000	71.711.893	71.711.893
<b>Total de los BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>
Česká národní banka	0	0	0	0	81.155.136	5.680.860
Danmarks Nationalbank	83.545.000	4.177.250	86.080.000	4.304.000	87.159.414	6.101.159
Eesti Pank	0	0	0	0	9.927.370	694.916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7.234.070	506.385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16.571.585	1.160.011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24.623.661	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77.259.868	5.408.191
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0	0	0	0	3.600.341	252.024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285.912.706	20.013.889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18.613.819	1.302.967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39.770.691	2.783.948
Sveriges Riksbank	132.685.000	6.634.250	133.180.000	6.659.000	134.292.163	9.400.451
Bank of England	734.055.000	36.702.750	798.820.000	39.941.000	800.321.860	56.022.530
<b>Total de los BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>	<b>1.018.080.000</b>	<b>50.904.000</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>
<b>Total de los BCN pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.032.824.000</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>

1) Cada cantidad se redondea a la unidad de euro más próxima. Debido al redondeo, los totales pueden no coincidir.

### **Reservas**

Esta rúbrica representa el fondo de reserva general del BCE, establecido de conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC.

## **POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE**

### **16 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES**

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2004, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 1 mm de euros, frente a 0,4 mm de euros en el 2003 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

### **17 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS**

En el 2004, se utilizaron futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera en la gestión de las reservas exteriores del BCE. A 31 de diciembre de 2004 estaban pendientes las siguientes transacciones, relacionadas por su valor nominal:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Valor contractual €
Compras	1.077.349.366
Ventas	91.770.061

## NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

### 18 INGRESOS NETOS POR INTERESES

#### *Ingresos por intereses procedentes de los activos de reserva en moneda extranjera*

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, relativos a los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, de la siguiente forma:

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Intereses de cuentas corrientes	3.744.188	3.679.287	64.901
Ingresos de los depósitos	49.854.512	45.699.455	4.155.057
Adquisiciones temporales	63.759.141	66.206.740	(2.447.599)
Ingresos netos de valores	317.073.827	445.357.205	(128.283.378)
<b>Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera</b>	<b>434.431.668</b>	<b>560.942.687</b>	<b>(126.511.019)</b>
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(32.020)	(73.292)	41.272
Cesiones temporales	(11.947.990)	(19.575.020)	7.627.030
Otros gastos por intereses (neto)	(32.960)	0	(32.960)
<b>Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)</b>	<b>422.418.698</b>	<b>541.294.375</b>	<b>(118.875.677)</b>

#### *Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema*

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros. Los intereses sobre estos activos del BCE relativos a su cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Estos ingresos se distribuyen a los

BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable.

Sobre la base del resultado estimado del BCE para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2004, el Consejo de Gobierno decidió en diciembre del 2004:

- revocar las tres distribuciones provisionales trimestrales ya abonadas a los BCN a lo largo del ejercicio, por un importe total de 536 millones de euros;
- retener la distribución de 197 millones de euros correspondiente al último trimestre.

#### *Remuneración de los activos de contrapartida de las reservas transferidas por los BCN*

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, figura en este apartado.

#### *Otros ingresos por intereses y Otros gastos por intereses*

Estas rúbricas comprenden ingresos y gastos derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET y de otros activos y pasivos denominados en euros.

En el 2004, los ingresos netos por intereses han continuado viéndose afectados por los reducidos nivel de los tipos de interés, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

## 19 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras en el 2004 fueron las siguientes:

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Ganancias netas realizadas por precio de los valores	94.643.135	528.606.147	(433.963.012)
(Pérdidas)/ Ganancias netas realizadas por tipo de cambio	41.402.675	(3.345.525)	44.748.200
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	136.045.810	525.260.622	(389.214.812)

## 20 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(28.485.006)	(10.349.709)	(18.135.297)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(2.064.800.103)	(3.962.339.851)	1.897.539.748
Total	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)	1.879.404.451

Este gasto es debido casi enteramente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de dólares estadounidenses, equivalentes a la diferencia entre el coste medio de adquisición y su tipo de cambio a 31 de diciembre de 2004, como consecuencia de la depreciación de esta divisa con respecto al euro a lo largo del año.

## 21 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2004 €	2003 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	297.964	700.271	(402.307)
Gastos por honorarios y comisiones	(559.481)	(763.737)	204.256
Gastos netos por honorarios y comisiones	(261.517)	(63.466)	(198.051)

Los ingresos de este apartado proceden, principalmente, de las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben, fundamentalmente, a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera (véase la nota 17 de «Notas al balance»).

## 22 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. A partir del ejercicio 2004, esta partida también incluye la contribución de los BCN de los diez nuevos Estados miembros a los honorarios anuales por los servicios nacionales derivados de su conexión nacional, desde su adhesión, a la infraestructura de tecnología de la información segura del SEBC. En una primera fase, estos costes son asumidos de forma centralizada por el BCE.

Estas contribuciones se suspenderán cuando el respectivo Estado miembro entre a formar parte de la zona del euro.

## 23 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales y primas de seguros para los empleados por importe de 120 millones de euros (108,2 millones en el 2003), así como las aportaciones del promotor al fondo de pensiones. Los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 2,1 millones de euros (2 millones de euros en el 2003). Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios, si bien se realizaron pagos transitorios a los miembros del Comité Ejecutivo que cesaron en su cargo. La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de las Comunidades Europeas, y es comparable con este último.

El incremento de esta partida en el 2004 se debe, principalmente, al aumento de las obligaciones del BCE relativas al plan de pensiones, de acuerdo con la revisión actuarial (véase también la nota 24).

A finales del 2004, el BCE tenía 1.309 empleados, de los cuales 131 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2004 fue como sigue:

	2004	2003
A 1 de enero	1.213	1.105
Nuevos empleados	137	149
Bajas	41	41
A 31 de diciembre	1.309	1.213
Cifra media de empleados	1.261	1.160

## 24 PLAN DE PENSIONES DEL BCE

De acuerdo con la normativa del plan de pensiones del BCE, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. La última valoración actuarial completa se realizó el 31 de diciembre de 2003, partiendo del supuesto de que todos los miembros que aban-

donaron el BCE lo hicieron en esa fecha, en la que, por tanto, cesaron sus contribuciones.

El coste correspondiente al plan de pensiones se valora de acuerdo con el asesoramiento de actuarios cualificados. El coste total de las pensiones para el BCE, incluyendo una provisión para incapacidad y prestaciones de jubilación, fue de 41,1 millones de euros (21,7 millones de euros en el 2003). Asimismo, incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo de 1,8 millones de euros (1,9 millones de euros en el 2003) y para otras contribuciones complementarias. El BCE está obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

## 25 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

## 26 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Tanto en el 2004 como en el 2003, estos gastos se deben a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN para hacer frente a las fluctuaciones inesperadas de la demanda. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

## NOTA SOBRE LA ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

*Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2004 y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.*

### INGRESOS RELACIONADOS CON LA EMISIÓN DE BILLETES POR EL BCE

Con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, el BCE retuvo la cantidad de 733 millones de euros para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. Dicha cantidad corresponde al total de los ingresos relacionados con la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación en el 2004.

### COBERTURA DE LAS PÉRDIDAS DEL BCE

De conformidad con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC, cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos<sup>1</sup>.

El 11 de marzo de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cubrir las pérdidas correspondientes al ejercicio 2004 de la siguiente forma:

	2004 €	2003 €
Pérdida del ejercicio	(1.636.028.702)	(476.688.785)
Aplicación del fondo de reserva general	296.068.424	476.688.785
Compensación con ingresos monetarios puestos en común	1.339.960.278	0
Total	0	0

<sup>1</sup> El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

## Informe del auditor externo

Presidente y Consejo de Gobierno  
del Banco Central Europeo

Fráncfort del Meno

Hemos auditado el balance adjunto del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2004, así como la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2004 y las notas a las cuentas anuales. El Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas anuales. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las mismas basada en nuestra auditoría.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas hemos de proyectar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de la evidencia relativa a los importes y a la información contenidos en las cuentas anuales, así como una valoración de los principios contables utilizados y de las estimaciones significativas efectuadas por la dirección, además de una evaluación de la presentación general de las cuentas anuales. Consideramos que la auditoría que hemos llevado a cabo constituye un fundamento sólido para emitir nuestra opinión.

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2004 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2004, de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas.

Fráncfort del Meno, 4 de marzo de 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

## 5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2004

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DICIEMBRE 2004	31 DICIEMBRE 2003
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>125.730</b>	<b>130.344</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes</b>	<b>153.856</b>	<b>175.579</b>
2.1 Activos frente al FMI	23.948	29.130
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	129.908	146.449
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes</b>	<b>16.974</b>	<b>17.415</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes</b>	<b>6.849</b>	<b>6.049</b>
4.1 Depósitos, valores y préstamos	6.849	6.049
4.2 Activos de la facilidad de crédito del MTC II	0	0
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito residentes en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>345.112</b>	<b>298.163</b>
5.1 Operaciones principales de financiación	270.000	253.001
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	45.000
5.3 Operaciones de ajuste	0	0
5.4 Operaciones estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	109	134
5.6 Préstamos por ajustes de los márgenes de garantía	3	28
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito residentes</b>	<b>3.763</b>	<b>729</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes</b>	<b>70.244</b>	<b>54.466</b>
<b>8 Deuda en euros de las Administraciones Públicas</b>	<b>41.317</b>	<b>42.686</b>
<b>9 Otros activos</b>	<b>120.479</b>	<b>109.365</b>
<b>Total activo</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>

Debido al redondeo, los totales y subtotaes pueden no cuadrar.

PASIVO	31 DICIEMBRE 2004	31 DICIEMBRE 2003
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>501.256</b>	<b>436.128</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito residentes en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>138.735</b>	<b>147.328</b>
2.1 Cuentas corrientes, incluidas las reservas mínimas	138.624	147.247
2.2 Facilidad de depósito	106	80
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones de ajuste	0	0
2.5 Depósitos por ajustes de los márgenes de garantía	5	1
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito residentes</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Certificados de deuda emitidos</b>	<b>0</b>	<b>1.054</b>
<b>5 Depósitos en euros de otros residentes</b>	<b>42.187</b>	<b>39.865</b>
5.1 Administraciones públicas	35.968	34.106
5.2 Otros pasivos	6.219	5.759
<b>6 Pasivos en euros con no residentes</b>	<b>10.912</b>	<b>10.279</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes</b>	<b>10.679</b>	<b>11.205</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos	10.679	11.205
8.2 Pasivos de la facilidad de crédito del MTC II	0	0
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>5.573</b>	<b>5.761</b>
<b>10 Otros pasivos</b>	<b>51.791</b>	<b>54.757</b>
<b>11 Cuentas de revalorización</b>	<b>64.581</b>	<b>67.819</b>
<b>12 Capital y reservas</b>	<b>58.237</b>	<b>59.844</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>



**ANEXOS**

## ANEXOS

### INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2004 y principios del 2005 y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas pueden obtenerse ejemplares del Diario Oficial.

En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2004/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 13 de febrero de 2004, por la que se modifica la Orientación BCE/2003/2 relativa a determinadas exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de presentación de información estadística por los bancos centrales nacionales en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias	DO L 83, 20.3.2004, p. 29
BCE/2004/2	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo	DO L 80, 18.3.2004, p. 33
BCE/2004/3	Decisión del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo	DO L 80, 18.3.2004, p. 42
BCE/2004/4	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de abril de 2004, por la que se modifica la Orientación BCE/2001/3 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 205, 9.6.2004, p. 1
BCE/2004/5	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de abril de 2004, sobre la participación de los bancos centrales nacionales en la clave para la suscripción del capital del Banco Central Europeo	DO L 205, 9.6.2004, p. 5
BCE/2004/6	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de abril de 2004, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales participantes	DO L 205, 9.6.2004, p. 7
BCE/2004/7	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de abril de 2004, por la que se establecen las condiciones de las transferencias de las participaciones del capital del Banco Central Europeo entre los bancos centrales nacionales y del ajuste del desembolso del capital	DO L 205, 9.6.2004, p. 9

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Publicación</b>
BCE/2004/8	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de abril de 2004, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del Banco Central Europeo, para el ajuste de los activos de los bancos centrales nacionales equivalentes a las reservas exteriores transferidas y para cuestiones financieras afines	DO L 205, 9.6.2004, p. 13
BCE/2004/9	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de abril de 2004, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/15 de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 205, 9.6.2004, p. 17
BCE/2004/10	Decisión del Banco Central Europeo, de 23 de abril de 2004, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no participantes	DO L 205, 9.6.2004, p. 19
BCE/2004/11	Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de junio de 2004, relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo	DO L 230, 30.6.2004, p. 56
BCE/2004/12	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de junio de 2004, por la que se adopta el reglamento interno del Consejo General del Banco Central Europeo	DO L 230, 30.6.2004, p. 61
BCE/2004/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 1 de julio de 2004, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la Unión Europea y a organizaciones internacionales	DO L 241, 13.7.2004, p. 68
BCE/2004/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 9 de julio de 2004, por la que se modifica la Decisión BCE/2003/15 sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2004	DO L 248, 22.7.2004, p. 14
BCE/2004/15	Orientación del Banco Central Europeo, de 16 de julio de 2004, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO L 354, 30.11.2004, p. 34

Número	Título	Publicación
BCE/2004/16	Recomendación del Banco Central Europeo, de 16 de julio de 2004, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	DO C 292, 30.11.2004, p. 21
BCE/2004/17	Recomendación del Banco Central Europeo, de 30 de julio de 2004, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo de la Banca d'Italia	DO C 202, 10.8.2004, p. 1
BCE/2004/18	Orientación del Banco Central Europeo, de 16 de septiembre de 2004, sobre la adquisición de billetes en euros	DO L 320, 21.10.2004, p. 21
BCE/2004/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2004, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2005	DO L 379, 24.12.2004, p. 107
BCE/2004/20	Orientación del Banco Central Europeo, de 16 de diciembre de 2004, por la que se modifica la Orientación BCE/2004/13 de 1 de julio de 2004 sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la Unión Europea y a organizaciones internacionales	DO L 385, 29.12.2004, p. 85
BCE/2004/21	Reglamento del Banco Central Europeo, de 16 de diciembre de 2004, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/13 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias y el Reglamento BCE/2001/18 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 371, 18.12.2004, p. 42
BCE/2005/1	Orientación del BCE, de 21 de enero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2001/3 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 30, 3.2.2005, p. 21
BCE/2005/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 3 de febrero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	Sin publicar en el Diario Oficial
BCE/2005/3	Recomendación del Banco Central Europeo, de 11 de febrero de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos del Banco de Portugal	DO C 50, 26.2.2005, p. 6

Número	Título	Publicación
BCE/2005/4	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de febrero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2003/2 relativa a determinadas exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de presentación de información estadística por los bancos centrales nacionales en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias	Sin publicar
BCE/2005/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de febrero de 2005, relativa a las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos para intercambiar información estadística en el seno del Sistema Europeo de Bancos Centrales en el ámbito de las estadísticas de finanzas públicas	Sin publicar



## DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2004 y principios del 2005 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, la letra b del apartado 2 del artículo 112 del Tratado y el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

### (a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros<sup>1</sup>

Número <sup>2</sup>	Origen	Materia
CON/2004/1	Finlandia	Medidas que afectan a la posición financiera del Suomen Pankki y disposiciones relativas a su facultad para emitir normas
CON/2004/2	Suecia	Presentación de estadísticas monetarias y bancarias por las instituciones financieras monetarias
CON/2004/3	Luxemburgo	Establecimiento de un régimen jurídico especial para las operaciones de titulización
CON/2004/5	Austria	Supervisión adicional de un conglomerado financiero
CON/2004/6	Francia	Protección frente a pérdidas por tipo de cambio de la Banque de France
CON/2004/8	Francia	Marco jurídico del reciclaje de billetes y monedas en euros
CON/2004/9	Bélgica	Insolvencia y procedimientos de quiebra de las entidades de crédito, de compensación y empresas de inversión
CON/2004/15	Francia	Valores de renta fija
CON/2004/16	Italia	Protección del ahorro
CON/2004/17	Suecia	Billetes y monedas que dejan de ser de curso legal
CON/2004/18	Portugal	Saneamiento y liquidación de entidades de crédito
CON/2004/20	Francia	Préstamos de entidades de crédito indiciados con la inflación
CON/2004/21	Países Bajos	Supervisión del sector financiero
CON/2004/22	Francia	Transmisión de la propiedad de los instrumentos financieros
CON/2004/23	Alemania	Requerimientos de información estadística en relación con las operaciones transfronterizas entre residentes y no residentes

<sup>1</sup> En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a petición de las autoridades nacionales se publiquen, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

<sup>2</sup> Las consultas se numeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origen</b>	<b>Materia</b>
CON/2004/24	Austria	Recopilación de estadísticas de importaciones y exportaciones de servicios
CON/2004/25	Estonia	Autoridades reguladoras de las entidades de dinero electrónico
CON/2004/26	Austria	Información sobre balanza de pagos con la excepción de servicios y transferencias
CON/2004/27	Bélgica	Sistema de garantías financieras
CON/2004/28	Suecia	Circulación de billetes y monedas
CON/2004/29	Malta	Exención para el régimen de reservas mínimas de Malta
CON/2004/30	Francia	Finalización del régimen jurídico de los fondos de titulización
CON/2004/31	Eslovaquia	Supervisión del mercado financiero por la Národná banka Slovenska
CON/2004/33	Hungría	Requerimientos de información estadística para el sistema de información de bancos centrales
CON/2004/34	Bélgica	Tasa sobre las operaciones de cambio de divisas
CON/2004/35	Hungría	Toma de decisiones de política monetaria
CON/2004/36	República Checa	Programa de encuestas estadísticas para el 2005
CON/2004/37	República Checa	Introducción de las entidades de dinero electrónico
CON/2004/38	Dinamarca	Creación de una base jurídica y supervisora específica para los fondos de alto riesgo
CON/2004/39	España	Nueva estructura de gestión del sistema de compensación de pagos al por menor
CON/2005/3	Hungría	Tratamiento y distribución de efectivo
CON/2005/5	Malta	Requerimientos de información estadística del Central Bank of Malta para las entidades de crédito

**(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas<sup>3</sup>**

<b>Número</b>	<b>Origen</b>	<b>Materia</b>	<b>Publicación</b>
CON/2004/4	Consejo	Elaboración de cuentas no financieras trimestrales por sector institucional	DO C 42, 18.2.2004, p. 23
CON/2004/7	Consejo	Nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros de la UE, aplicando el proceso Lamfalussy a todos los sectores financieros	DO C 58, 6.3.2004, p. 23
CON/2004/10	Consejo	Tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro	DO C 88, 8.4.2004, p. 20
CON/2004/11	Consejo	Nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo	DO C 87, 7.4.2004, p. 37
CON/2004/12	Consejo	Acuerdo relativo a las relaciones monetarias con el Principado de Andorra	DO C 88, 8.4.2004, p. 18
CON/2004/13	Consejo	Medallas y fichas similares a monedas en euros	DO C 134, 12.5.2004, p. 11
CON/2004/14	Consejo	Recogida y transmisión de datos sobre la deuda pública trimestral	DO C 134, 12.5.2004, p. 14
CON/2004/19	Consejo	Estadísticas coyunturales	DO C 158, 15.6.2004, p. 3
CON/2004/32	Consejo	Apertura de negociaciones acerca de un acuerdo sobre las relaciones monetarias con el Principado de Andorra	DO C 256, 16.10.2004, p. 9
CON/2005/2	Consejo	Prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo	DO C 40, 17.2.2005, p. 9
CON/2005/4	Consejo	Marco de adecuación del capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión.	DO C 52, 2.3.2005, p. 37

<sup>3</sup> Publicadas también en la dirección del BCE en Internet.

<sup>4</sup> Las consultas se numeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta los dictámenes correspondientes



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE ENERO DEL 2004

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2004. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2004 y febrero del 2005. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2003», abril 2004.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.
- «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.
- «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.
- «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.
- «Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.
- «Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.
- «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.
- «Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.
- «Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.
- «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», mayo 2004.
- «La tasa natural de interés de la zona del euro», mayo 2004.
- «Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema», mayo 2004.
- «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», julio 2004.
- «Explicación de la capacidad de resistencia del sector bancario de la Unión Europea desde el año 2000», julio 2004.
- «La Constitución Europea y el BCE», agosto 2004.
- «Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», agosto 2004.
- «Experiencia adquirida en los primeros años de circulación de los billetes en euros», agosto 2004.
- «Análisis monetario en tiempo real», octubre 2004.
- «Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea», octubre 2004.
- «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», noviembre 2004.
- «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», noviembre 2004.
- «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», noviembre 2004.
- «El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.
- «Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

- «Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.
- «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

### STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por un equipo dirigido por A. Enria e integrado por L. Cappiello, F. Dierick, S. Gritini, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate «excesses» and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti y C. Papathanassiou, octubre 2004.
- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 419 «The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries», por M. Hallerberg, R. Strauch y J. von Hagen, diciembre 2004.
- 420 «On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union», por C. Detken, V. Gaspar y B. Winkler, diciembre 2004.
- 421 «EU fiscal rules: issues and lessons from political economy», por L. Schuknecht, diciembre 2004.
- 422 «What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances», por M. Tujula y G. Wolswijk, diciembre 2004.
- 423 «Price setting in France: new evidence from survey data», por C. Loupias y R. Ricart, diciembre 2004.
- 424 «An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates», por F. Breedon y P. Vitale, diciembre 2004.
- 425 «Geographic versus industry diversification: constraints matter», por P. Ehling y S. Brito Ramos, enero 2005.
- 426 «Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds», por D. P. Miller y J. J. Puthenpurackal, enero 2005.
- 427 «Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?», por K. Kauko, enero 2005.
- 428 «Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings», por V. Pons-Sanz, enero 2005.
- 429 «Cross-border diversification in bank asset portfolios», por C. M. Buch, J. C. Driscoll y C. Ostergaard, enero 2005.
- 430 «Public policy and the creation of active venture capital markets», por M. Da Rin, G. Nicodano y A. Sembenelli, enero 2005.
- 431 «Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry», por G. Calzolari y G. Loranth, enero 2005.
- 432 «Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms», por Y. Chung Cheung, F. de Jong y B. Rindi, enero 2005.
- 433 «Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility», por R. Beetsma y X. Debrun, enero 2005.
- 434 «Interest rates and output in the long run», por Y. Aksoy y M. León-Ledesma, enero 2005.
- 435 «Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?», por L. Schuknecht y V. Tanzi, febrero 2005.
- 436 «Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany», por L. Cappiello y S. Guéné, febrero 2005.
- 437 «What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants», por E. Papaioannou, febrero 2005.
- 438 «Quality of public finances and growth», por A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, febrero 2005.
- 439 «A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market», por V. Brousseau y A. Manzanares, febrero 2005.
- 440 «Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states», por O. Castrén, febrero 2005.
- 441 «The Phillips curve and long-term unemployment», por R. Llaudes, febrero 2005.
- 442 «Why do financial systems differ? History matters», por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2005.
- 443 «Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data», por S. Rosati y S. Secola, febrero 2005.

- 444 «Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy», por L. Stracca y A. al-Nowaihi, febrero 2005.
- 445 «Welfare implications of joining a common currency», por M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis y F. Zampolli, febrero 2005.
- 446 «Trade effects of the euro: evidence from sectoral data», por R. E. Baldwin, F. Skudelny y D. Taglioni, febrero 2005.
- 447 «Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications», por O. Castrén y S. Mazzotta, febrero 2005.

### OTRAS PUBLICACIONES

- «Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.
- «La política monetaria del BCE», enero 2004.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.
- «Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.
- «Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.
- «Foreign direct investment task force report», marzo 2004.
- «External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», abril 2004.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures («Blue Book», April 2004)», abril 2004.
- «Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures («Blue Book», April 2004)», abril 2004.
- «TARGET compensation claim form», abril 2004.
- «Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe», abril 2004.
- «The use of central bank money for settling securities transactions», mayo 2004.
- «TARGET Annual Report 2003», mayo 2004.
- «Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles», mayo 2004.
- «Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management», mayo 2004.
- «Risk management for central bank foreign reserves», mayo 2004.
- «Comparison of household saving ratios, Euro area/United States/Japan», junio 2004.
- «The development of statistics for Economic and Monetary Union», por Peter Bull, julio 2004.
- «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», septiembre 2004.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure Draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option», septiembre 2004.
- «Disposiciones institucionales: Estatutos del SEBC y del BCE. Reglamentos internos», octubre 2004.
- «Convergence Report 2004», octubre 2004.
- «Informe de Convergencia 2004: Introducción y resumen», octubre 2004.
- «Standards for securities clearing and settlement in the European Union», octubre 2004.
- «The European Central Bank – History, role and functions», octubre 2004.

«E-payments without frontiers», octubre 2004.  
«European Union balance of payments/internacional investment positions statistical methods», noviembre 2004.  
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries», noviembre 2004.  
«Report on EU banking structure 2004», noviembre 2004.  
«EU banking sector stability 2004», noviembre 2004.  
«Letter from the ECB President to the President of the European Parliament», noviembre 2004.  
«Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs», noviembre 2004.  
«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre 2004.  
«Hacia una zona única de pagos para el euro – tercer informe», diciembre 2004.  
«The euro bond market study 2004», diciembre 2004.  
«Financial Stability Review», diciembre 2004.  
«Review of the requirements in the field of general economic statistics», diciembre 2004.  
«Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years», diciembre 2004.  
«Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.  
«Review of the international role of the euro», enero 2005.  
«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», enero 2005.  
«Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.  
«Informe de situación sobre TARGET2», febrero 2005.  
«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.  
«Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.  
«Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue book»), febrero 2005.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.  
«TARGET2 – the future TARGET system», septiembre 2004.  
«TARGET – the current system», septiembre 2004.



# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

## 5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de

la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

## 1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004 Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

## 3 DE FEBRERO Y 3 DE MARZO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.



## GLOSARIO

*En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.*

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores de las IFM de la **zona del euro** (como oro, billetes y monedas en divisas distintas del euro, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y **cesiones temporales** de no residentes en la zona del euro, así como participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM hasta dos años).

**Activos de garantía:** activos pignoralos (v.g., por las **entidades de crédito** con los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., a los bancos centrales por las entidades de crédito) como parte de las **cesiones temporales**.

**Administración Central:** la administración tal y como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, con exclusión de las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

**Administraciones Públicas:** según la definición del **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, este sector incluye las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios que se destinan al consumo individual y colectivo y/o a la redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Análisis económico:** uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. A este respecto, se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía (véase, también, **análisis monetario**).

**Análisis monetario:** uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, considerando la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluido **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, **análisis económico**).

**Balance consolidado del sector IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM) del balance agregado de las IFM. Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a los residentes de la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo para un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como la condonación de una deuda).

**Banco Central Europeo (BCE):** el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al 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 SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

**Base de reservas:** suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

**Cartera de referencia:** en relación con las inversiones, 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.

**Central Depositaria de Valores (CDV):** entidad que mantiene y registra valores y permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. En una CDV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, en anotaciones en cuenta). Además de mantener y registrar valores, una CDV puede realizar funciones de compensación y liquidación.

**Cesión temporal:** acuerdo para vender un activo y recomprarlo a un precio determinado en una fecha futura acordada o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores.

**Coefficiente de reservas:** porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

**Consejo ECOFIN:** el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

**Consejo General:** uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales de la UE.

**Consejo de Gobierno:** el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países miembros que han adoptado el euro.

**Comité Económico y Financiero (CEF):** órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del Consejo de la UE. Entre ellas se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad y la vigilancia presupuestaria.

**Comité Ejecutivo:** uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo**, compuesto por el presidente, el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países miembros que han adoptado el euro.

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y **valores distintos de acciones**).

**Entidad de contrapartida:** la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

**Entidad de contrapartida central:** entidad que, en las operaciones, se interpone entre las contrapartes, actuando de comprador frente a los vendedores, y de vendedor frente a los compradores.

**Entidad de crédito:** (i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Euro-sistema**. El **Consejo de Gobierno** define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, aspira a mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Euro-sistema**. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un **período de mantenimiento** de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, tipos de interés oficiales del BCE).

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, tipos de interés oficiales del BCE).

**Facilidad permanente:** instrumento del banco central que está a disposición de las entidades de contrapartida a petición propia. El Eurosistema ofrece dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito.

**Gobierno corporativo:** procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización, como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas, y establece las normas y procedimientos que se han de seguir en la toma de decisiones.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Ingresos monetarios:** ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del Eurosistema, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el Consejo de Gobierno y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las entidades de crédito.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Banco Central Europeo, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

**Instituto Monetario Europeo (IME):** institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del Banco Central Europeo.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones, e instrumentos del mercado monetario), excluidos los importes registrados en las inversiones directas o en los activos de reserva.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y en la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central**.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** hasta dos años emitidos por las **IFM**.

**Mercado monetario:** mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

**Mercado de renta fija:** mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta fija** a largo plazo.

**Mercado de renta variable:** mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**.

**Opción:** instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., un bono o una acción) en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento) a un precio fijo (el precio de ejercicio).

**Operación de ajuste: operación de mercado abierto** no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

**Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto** regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad mensual y tiene, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación**, **operaciones de financiación a plazo más largo**, **operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las operaciones temporales constituyen el primer instrumento de mercado abierto del Eurosistema y puede emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, **swaps de divisas** y la captación de depósitos a plazo fijo.

**Operación principal de financiación: operación de mercado abierto** regular llevada a cabo por el Eurosistema en forma de **operación temporal**. A partir del 10 de marzo del 2004, estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Pacto de Estabilidad y Crecimiento:** formalizado por dos Reglamentos del Consejo, el Reglamento (CE) nº 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el Reglamento (CE) nº 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del **procedimiento de déficit excesivo**, y por una Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptada en la cumbre de Ámsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende ser un medio para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la estabilidad de precios y un crecimiento fuerte y sostenido que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige a los Estados miembros el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit.

**Países candidatos:** se refiere a los diez países que firmaron el Tratado de Adhesión en el 2003 antes de incorporarse a la UE el 1 de mayo de 2004: la República Checa, Estonia Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** de **la zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años y capital y reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Período de mantenimiento:** período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. Se acordó que, a partir del 10 de marzo del 2004, el período de mantenimiento comenzaría el día en que se liquide la primera operación principal de financiación posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que esté previsto efectuar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

**Posición de inversión internacional (pii):** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

**Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo:** la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 104 y desarrollada en el Protocolo nº 20 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. Lo anterior se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

**Proyecciones:** resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del **Banco Central Europeo** y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

**Riesgo de crédito:** riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de liquidación.

**Riesgo de liquidación:** término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. El riesgo puede ser tanto de crédito como de liquidez.

**Riesgo de liquidez:** riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en una fecha posterior no especificada.

**Riesgo sistémico:** riesgo de que la imposibilidad de cumplir sus obligaciones de pago por parte de una institución dé lugar a que otras instituciones tampoco las puedan atender. Tal incumplimiento puede causar considerables problemas de liquidez o de crédito, y, en consecuencia, podría poner en peligro la estabilidad de los mercados o la confianza en ellos.

**Saldo primario:** necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

**Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC):** está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 25 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. Los órganos rectores del SEBC son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

**Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95):** sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas homogéneas para poder realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

**Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR):** sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua) (véase, también, **TARGET**).

**Sistema de liquidación de valores (SLV):** sistema que permite la tenencia y la transferencia de valores libres de pago, contra pago (sistema de entrega contra pago) o contra otro activo (sistema de entrega contra pago). Comprende todos los procedimientos institucionales y técnicos necesarios para la liquidación de operaciones con valores, así como para su custodia. El sistema puede operar mediante liquidación bruta en tiempo real, liquidación bruta o liquidación neta. Un sistema de liquidación permite el cálculo (compensación) de las obligaciones de pago de los participantes.

**Swap de divisas:** dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compra-venta de una divisa por otra.

**TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real):** sistema descentralizado de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) para el euro, compuesto por 15 SLBTR nacionales, el mecanismo de pagos del BCE y el mecanismo de *inter-linking*.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable correspondientes a las **operaciones principales de financiación**. Es uno de los **tipos de interés oficiales del BCE** que refleja la orientación de la política monetaria.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

**Tratado:** se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea («Tratado de Roma»). El Tratado se ha modificado en varias ocasiones, en particular por el Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht»), que estableció la base para la **Unión Económica y Monetaria** y contiene los Estatutos del **SEBC**.

**Tratamiento automatizado de principio a fin:** tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida la tramitación automatizada de la generación, confirmación, compensación y liquidación de las órdenes de pago.

**Unión Económica y Monetaria (UEM):** el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en la Unión Europea en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Volatilidad implícita:** medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, o de los futuros correspondientes, que puede obtenerse a partir del precio de las **opciones**.

**Zona del euro:** zona que incluye aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro esta compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

