



BANCO CENTRAL EUROPEO

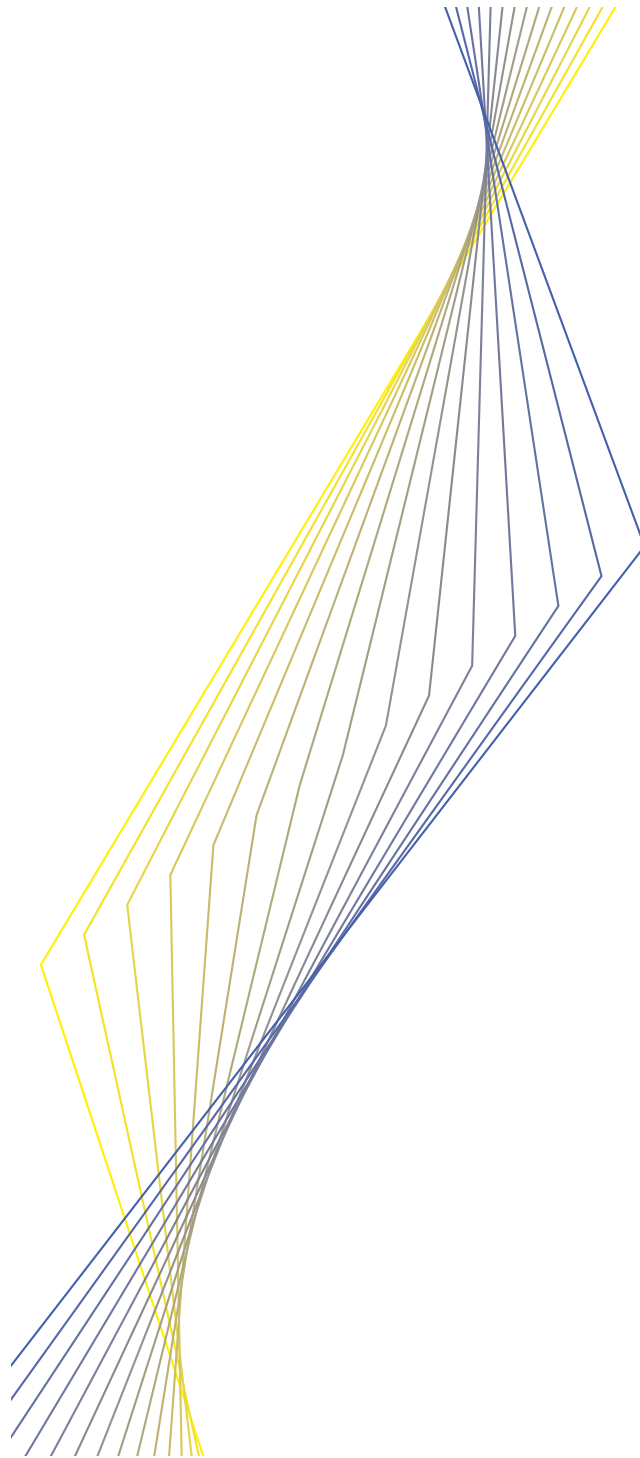
ECB EZB EKT BCE EKP

# INFORME ANUAL

1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**INFORME  
ANUAL**

1999

© Banco Central Europeo, 2000

**Dirección**

**Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Alemania**

**Dirección de correo**

**Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main  
Alemania**

**Teléfono**

**+49 69 1344 0**

**Internet**

**<http://www.ecb.int>**

**Fax**

**+49 69 1344 6000**

**Télex**

**411 144 ecb d**

*Todos los derechos reservados.*

*Están permitidas las fotocopias para fines docentes o sin ánimo de lucro, citando la fuente.*

*La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 7 de marzo de 2000.*

ISSN 1561-4573

# Índice

Prólogo	2
---------	---

---

## Capítulo I

### Evolución económica y política monetaria

<b>1 Decisiones de política monetaria en el contexto de la estrategia del Eurosistema</b>	<b>8</b>
<b>2 Evolución monetaria y financiera</b>	<b>12</b>
2.1 Evolución monetaria	12
2.2 Mercados financieros	16
<b>3 Evolución de los precios</b>	<b>25</b>
<b>4 Evolución del producto, la demanda y el mercado de trabajo</b>	<b>30</b>
<b>5 Evolución fiscal</b>	<b>38</b>
<b>6 Entorno macroeconómico internacional, tipos de cambio y balanza de pagos</b>	<b>41</b>

---

## Capítulo II

### Operaciones como banco central

<b>1 Instrumentación de la política monetaria</b>	<b>50</b>
1.1 Gestión de la liquidez	50
1.2 Operaciones principales de financiación	51
1.3 Operaciones de financiación a más largo plazo	52
1.4 Otras operaciones de mercado abierto	53
1.5 Facilidades permanentes	53
1.6 El sistema de reservas mínimas	54
1.7 Activos de garantía admitidos por el Eurosistema y su utilización en las operaciones de crédito	55
1.8 Participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria	56
1.9 Evolución del mercado monetario	56
<b>2 Inversión de los activos exteriores y de los recursos propios</b>	<b>57</b>
2.1 Los activos exteriores de reserva del Eurosistema	57
2.2 El enfoque del Eurosistema sobre la gestión de las reservas exteriores	58
2.3 La gestión de los recursos propios del BCE	58
<b>3 Operaciones de los sistemas de pago y de liquidación</b>	<b>59</b>
3.1 El sistema TARGET	59
3.2 El modelo de corresponsalía entre bancos centrales	61

<b>4 Gestión de riesgos</b>	<b>62</b>
-----------------------------	-----------

---

### **Capítulo III**

<b>Evolución económica en otros países de la Unión Europea</b>	<b>66</b>
----------------------------------------------------------------	-----------

---

### **Capítulo IV**

#### **La cooperación europea/internacional y el Eurosistema**

<b>I Asuntos europeos</b>	<b>78</b>
1.1 Relaciones bilaterales	78
1.2 Coordinación de las políticas económicas nacionales en la Unión Europea	82
1.3 Diálogo macroeconómico	84
<b>2 Asuntos internacionales</b>	<b>85</b>
2.1 Actividades del BCE en el ámbito de la cooperación multilateral	85
2.2 Desarrollo de las relaciones bilaterales entre el BCE y los países no pertenecientes a la Unión Europea	89
2.3 Arquitectura del sistema monetario y financiero internacional	89
2.4 Carácter internacional del euro	93

---

### **Capítulo V**

#### **Sistemas de pago y de liquidación de valores**

<b>1 Supervisión de los sistemas de grandes pagos</b>	<b>98</b>
<b>2 Supervisión de los sistemas de pago al por menor</b>	<b>99</b>
<b>3 Actividad en otros sistemas de pago</b>	<b>100</b>
<b>4 Política relativa a los sistemas de liquidación de valores</b>	<b>100</b>

---

### **Capítulo VI**

#### **Estabilidad financiera y supervisión prudencial**

<b>1 El marco institucional para la estabilidad financiera</b>	<b>104</b>
<b>2 Cambios estructurales en el sector bancario y financiero de la UE</b>	<b>106</b>
<b>3 Análisis macroprudencial</b>	<b>108</b>
<b>4 Sistemas de valoración y Centrales de información de riesgos</b>	<b>109</b>

---

## Capítulo VII

### La producción de billetes en euros y los preparativos para el canje de billetes y monedas

<b>1</b>	<b>Producción de billetes en euros</b>	112
<b>2</b>	<b>Calidad de los billetes y monedas en euros</b>	112
<b>3</b>	<b>Protección de los billetes y monedas en euros contra la falsificación</b>	113
<b>4</b>	<b>Campaña EURO 2002</b>	113
<b>5</b>	<b>La introducción de los billetes y monedas en euros en el año 2002</b>	114
<b>6</b>	<b>Circulación de billetes y monedas antes del año 2002</b>	116

---

## Capítulo VIII

	<b>Desarrollo de la estructura estadística</b>	120
--	------------------------------------------------	-----

---

## Capítulo IX

### Otras tareas y actividades

<b>1</b>	<b>Funciones consultivas</b>	126
<b>2</b>	<b>Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado</b>	127
<b>3</b>	<b>La transición al año 2000</b>	128
<b>4</b>	<b>Gestión de las operaciones de endeudamiento y de crédito de la Comunidad Europea</b>	131

---

## Capítulo X

### Información al público y rendición de cuentas

<b>1</b>	<b>La política informativa del BCE y sus instrumentos</b>	134
1.1	Objetivos de la política de comunicación	134
1.2	Los instrumentos de comunicación	134
<b>2</b>	<b>Rendición de cuentas</b>	136
2.1	Independencia del Banco Central y rendición de cuentas en la Unión Económica y Monetaria	136
2.2	El papel del Parlamento Europeo en la exigencia de rendición de cuentas al BCE	136

---

## Capítulo XI

### El marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales

<b>1</b>	<b>El Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales</b>	<b>140</b>
<b>2</b>	<b>Los órganos rectores del BCE</b>	<b>141</b>
2.1	El Consejo de Gobierno	141
2.2	El Comité Ejecutivo	143
2.3	El Consejo General	144
<b>3</b>	<b>La organización del BCE</b>	<b>146</b>
3.1	Gestión institucional	146
3.2	Personal	147
3.3	Organigrama del BCE	148
<b>4</b>	<b>Comités del SEBC</b>	<b>149</b>

---

## Capítulo XII

	<b>Cuentas Anuales del BCE y Balance Consolidado del Eurosistema en 1999</b>	<b>152</b>
--	------------------------------------------------------------------------------	------------

---

### Anejos

	<b>Glosario</b>	<b>170</b>
	<b>Cronología de las medidas de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>182</b>

---

	<b>Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)</b>	<b>187</b>
--	-----------------------------------------------------------------	------------

---

### Lista de Recuadros, Cuadros y Gráficos

#### Recuadros

1	Cambios estructurales en el sector bancario y su relevancia para la política monetaria	17
2	Valoración de los factores explicativos del aumento del rendimiento de los bonos utilizando los bonos indicados con la inflación	21
	Gráfico: Tasa de inflación “implícita” calculada para el IPC francés	21
3	Los efectos de la desregulación de los mercados sobre los precios de consumo	28
	Gráfico: Equipos y servicios telefónicos y del telefax	28
4	Divergencias de crecimiento y de inflación en la zona del euro	31
	Cuadro: Crecimiento del PIB real y del IAPC en los países de la zona del euro	31
5	La disminución del superavit de la balanza de bienes en la zona del euro en 1999	46
	Gráfico: Importaciones en términos reales de los principales mercados de exportación de la zona del euro	46

6	Función y actividades de la representación del BCE en Washington	88
7	Procedimientos consultivos durante 1999	126

### **Cuadros**

1	Evolución de precios y costes en la zona del euro	26
2	Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro	30
3	Producción industrial en la zona del euro	34
4	Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro	36
5	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro	38
6	Indicadores macroeconómicos de Dinamarca	67
7	Indicadores macroeconómicos de Grecia	69
8	Indicadores macroeconómicos de Suecia	71
9	Indicadores macroeconómicos del Reino Unido	73
10	Cantidades de billetes en euros que habrán de producirse antes del 1 de enero de 2002 (millones de unidades)	116

### **Gráficos**

1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	9
2	Crecimiento de M3 en la zona del euro	12
3	Componentes de M3 en la zona del euro	13
4	Crédito al sector privado y tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	15
5	Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro	18
6a	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	20
6b	Diferencial entre los tipos de interés a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro	20
7	Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	23
8	IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes	27
9	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real en la zona del euro	33
10	Indicadores de confianza de la zona del euro	34
11	Empleo total en la zona del euro	35
12	Desempleo en la zona del euro	37
13	Principales indicadores de las economías más industrializadas	43
14	Tipo de cambio efectivo nominal	45





## Abreviaturas

### Países

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

### Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste de seguro y fletes ( <i>Cost, insurance and freight</i> )
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo ( <i>free on board</i> )
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
MBP4	Cuarto manual de Balanza de Pagos
MBP5	Quinto manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

**De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se listan en este Boletín usando el orden alfabético de los mismos en las respectivas lenguas nacionales.**

# 5000



## **Prólogo**



Este es el primer Informe Anual del BCE que abarca un año completo de aplicación de la política monetaria del Eurosistema. Se analizan también las demás actividades del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Desde la perspectiva actual, a un año de la introducción del euro, hay motivos para sentirse satisfechos. La política monetaria única comenzó a aplicarse en condiciones bastante favorables, fruto de las acertadas medidas de política económica adoptadas en el período previo a la introducción del euro. Además, la estrategia de política monetaria del Eurosistema resultó ser un instrumento valioso tanto para adoptar las decisiones de política monetaria como para explicarlas al público. Por consiguiente, a lo largo del año, el Eurosistema pudo centrar su atención en el mantenimiento de la estabilidad de precios, con una tasa media de inflación ligeramente superior al 1%. El hecho de mantener la estabilidad de los precios en la zona del euro es un logro que no debería subestimarse. No hace falta remontarse a un pasado muy lejano para entenderlo. En los últimos cincuenta años, la estabilidad de precios ha sido la excepción que confirma la regla. Así pues, el Eurosistema continuará insistiendo en la

importancia de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, y su política monetaria seguirá encaminándose hacia la consecución de este objetivo. Sin embargo, la política monetaria tiene sus limitaciones: por ejemplo, no puede evitar que se produzcan fluctuaciones a corto plazo en los precios. Antes bien, la política monetaria debe orientarse al medio plazo y ser evaluada, asimismo, desde esa perspectiva. Además, la política monetaria necesita el respaldo de unas políticas fiscales sólidas, de unas políticas estructurales encaminadas a garantizar el buen funcionamiento de los mercados, así como de un comportamiento responsable de los interlocutores sociales en las negociaciones salariales.

El Eurosistema ha de actuar como una instancia única y como una institución de ámbito auténticamente europeo, lo que significa que las decisiones deben adoptarse siempre desde la perspectiva de la zona del euro en su conjunto. La política monetaria es una e indivisible; no puede ser dictada por situaciones individuales surgidas en determinados países o regiones de dicha zona. En cualquier unión monetaria de las dimensiones de la zona del euro, es inevitable que haya divergencias en la inflación y en otros aspectos de la evolución económica entre los países que la integran. A menos que estas diferencias excedan determinados límites, deben considerarse normales, como lo demuestra la experiencia de otras uniones monetarias de gran tamaño, como la de Estados Unidos. Sin embargo, si estas diferencias amenazan con acentuarse demasiado, la respuesta sólo puede darse en el ámbito nacional, a través de la política fiscal, las políticas estructurales y la adaptabilidad de los mercados.

A finales de 1998 y en los primeros meses de 1999, el crecimiento de la economía de la zona del euro experimentó una desaceleración, en un momento en que las tasas de inflación ya eran bajas. Las crisis financieras que se habían producido en Asia y en Rusia se dejaron sentir en Europa. El segundo pilar de nuestra estrategia de política monetaria, es decir, la evaluación de las perspectivas de

evolución de los precios y de los riesgos para su estabilidad, basada en un conjunto amplio de indicadores, apuntaba, en definitiva, a la aparición de nuevas presiones a la baja sobre los precios. El primer pilar de la estrategia, es decir, el destacado papel asignado al dinero, con un análisis del crecimiento monetario en relación con su valor de referencia, registró, a principios de 1999, una tasa de crecimiento de M3 de alrededor del 5%, tasa aún relativamente próxima al valor de referencia del 4,5%. Probablemente, la propia introducción del euro había afectado al crecimiento monetario a comienzos de 1999. Por lo tanto, la evolución monetaria observada a principios de 1999 no parecía entrañar riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Por consiguiente, considerando conjuntamente la información proporcionada por ambos pilares, el Consejo de Gobierno decidió, el 8 de abril de 1999, reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE en 50 puntos básicos, con lo que quedó fijado en el 2,5%. Tras este recorte, los tipos de interés nominales a corto plazo de la zona del euro se situaron en niveles mínimos históricos, lo que propició un entorno en el que se podía aprovechar el crecimiento potencial de la zona del euro sin poner en peligro la estabilidad de precios.

A lo largo de 1999 remitieron los riesgos a la baja para la estabilidad de precios y aumentaron gradualmente los riesgos al alza. La diferencia entre el crecimiento monetario y su valor de referencia siguió incrementándose, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se situaba por encima del 10%. La zona del euro gozaba de una situación de abundante liquidez, manteniéndose los tipos de interés del BCE en un nivel relativamente bajo. Todo ello era indicativo de la presencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. Al mismo tiempo, el persistente aumento de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro, en un contexto de incipiente mejora de las perspectivas económicas, generaban presiones al alza sobre los precios. Por lo tanto, los dos pilares de la estrategia de política monetaria

dejaban entrever riesgos cada vez mayores para la estabilidad de precios en el medio plazo. El 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno elevó los tres principales tipos de interés del BCE en 50 puntos básicos. El 3 de febrero y el 16 de marzo de 2000, se decidió aumentar nuevamente estos tipos en otros 25 puntos básicos en cada ocasión. El momento en el que se adoptaron dichas decisiones pone de manifiesto el carácter prospectivo de la política monetaria del Eurosistema; actuar antes de que los riesgos se materialicen puede evitar la necesidad de elevar los tipos de interés de forma más acusada en una etapa posterior. En lugar de frenar la recuperación económica, estas medidas de política monetaria han contribuido a crear una de las condiciones necesarias para un crecimiento económico sólido y sostenido.

El euro es una moneda nueva y el BCE y el Eurosistema son instituciones de creación muy reciente. La introducción del euro, que tuvo lugar hace poco más de un año, se llevó a cabo sin contratiempos, incluso en sus aspectos técnicos. En las primeras semanas de enero de 1999, se observó la integración de los mercados monetarios de la zona del euro. La estructura operativa del Eurosistema, definida por su utilización de las operaciones de financiación, de las facilidades permanentes y de un sistema de reservas mínimas con un mecanismo de promediación, funcionó de forma excelente. Los tipos de interés a un día se mantuvieron, en general, muy estables, sin que fuera necesario recurrir a operaciones de ajuste. El BCE no realizó más que una sola operación de ajuste a principios del 2000, con el fin de drenar el exceso de liquidez existente, una vez superada sin problemas la transición al año 2000.

Naturalmente, el Eurosistema muestra un gran interés por los acontecimientos relativos a la posible ampliación de la zona del euro. Por ese motivo, se analiza cuidadosamente la evolución económica de los Estados miembros de la UE que todavía no han adoptado el euro. El Eurosistema evalúa las tareas a realizar con dichos Estados miembros en el

ámbito del Consejo General del BCE. Además, efectúa un estrecho seguimiento del proceso de adhesión de nuevos Estados miembros a la Unión Europea. En última instancia, estos países tienen que cumplir los criterios de convergencia para poder adoptar el euro. En este contexto, el Eurosistema ha establecido contactos con los bancos centrales de todos los países candidatos a la adhesión y está dispuesto a contribuir a este proceso dentro del ámbito de sus competencias.

Hasta ahora, me he centrado principalmente en las actividades del BCE y del Eurosistema. Sin embargo, inmediatamente después de su introducción, el euro comenzó a tener repercusiones en el sector financiero en su conjunto, en la economía de la zona del euro en general y en el sistema monetario internacional. El euro se convirtió, de inmediato, en la segunda moneda más importante a escala mundial. El impacto del euro es continuo y ampliará su alcance en los años venideros. La nueva moneda transformará la economía de la zona del euro y, de hecho, ya ha comenzado a hacerlo. Las tendencias que se observan en el sector financiero se han visto impulsadas por la introducción del euro. En términos generales, la función que desempeñan los mercados financieros en la asignación de los recursos financieros está adquiriendo relativamente más importancia que la desempeñada por los intermediarios financieros. La profundidad y la liquidez de los mercados de capitales son cada vez mayores. Algunos segmentos del mercado de capitales que antes estaban poco desarrollados –como el mercado de renta fija privada– han registrado un notable crecimiento. En general, el volumen de operaciones de los mercados financieros ha sido elevado, lo que demuestra la buena acogida que ha tenido el euro.

Todavía es posible una mayor integración de los mercados de capitales y a ello contribuirá la adopción de medidas propiciatorias de la igualdad de condiciones para la participación de los agentes. Esto se aplica también a la creación de un mercado único de servicios financieros. El Eurosistema ha querido destacar, por ejemplo, el hecho de que han de

diseñarse los sistemas de pago al por menor que permitan reducir los costes y el tiempo de transmisión de los pagos transfronterizos, de forma que entren en funcionamiento no más tarde de la fecha en que se pongan en circulación los billetes y monedas en euros.

Las presiones en favor de una reestructuración se intensificaron en 1999, como lo demuestra también el elevado número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo, no solo en el sector financiero. En dicho sector se han visto afectados todos los intermediarios e instituciones, desde los bancos a los mercados bursátiles, así como los sistemas de pago y de liquidación de valores. Si bien las fusiones y adquisiciones suelen tener todavía un carácter nacional, ello podría cambiar en el futuro. La nueva moneda estimula la competencia fomentando la transparencia y facilitando las comparaciones entre los países pertenecientes a la zona del euro. Esto incide favorablemente en el funcionamiento del mercado único y, en última instancia, aumenta el bienestar económico. Este proceso recibirá un nuevo impulso con la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros. Por otro lado, la introducción del euro también implica que las diferencias de calidad entre las políticas económicas de los países que integran la zona se hacen más evidentes, lo que debería considerarse como una oportunidad para que los distintos gobiernos aprendan unos de otros y descubran y adopten las prácticas óptimas. El Eurosistema realiza un seguimiento y un análisis detenidos de los cambios estructurales que se producen en la zona del euro, dada su posible incidencia en la forma y en la velocidad con que las medidas de política monetaria afectan al proceso económico y, en particular, a la inflación. Desde una perspectiva más general, es importante que la zona del euro cuente con un sistema financiero saneado y eficiente, lo que facilitará, asimismo, la ejecución de la política monetaria.

Se han producido también algunos cambios, no directamente relacionados con la introducción del euro, que requieren la atención del Eurosistema. El desarrollo del dinero

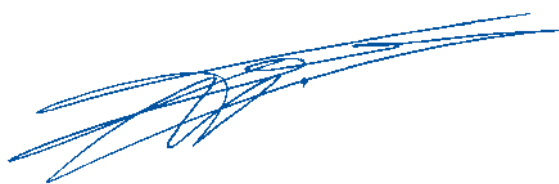
electrónico afecta, sin excepción, a todas las funciones principales de los bancos centrales: la política monetaria, la preocupación por el mantenimiento de la estabilidad financiera, la supervisión bancaria y la de los sistemas de pago. El Eurosistema atribuye una gran importancia a la adopción de un marco normativo adecuado para las entidades emisoras de dinero electrónico. A la fecha de edición de este Informe Anual, ya se han producido avances en esta dirección en la Unión Europea, aunque aún hay margen para mejorar las propuestas de regulación actuales. Esto afecta, en particular, a las disposiciones destinadas a garantizar que solo las entidades de crédito sujetas a supervisión estén autorizadas a emitir cantidades importantes de dinero electrónico, que el Eurosistema pueda hacer extensivos sus instrumentos de política monetaria a las entidades emisoras de dinero electrónico y que este sea reembolsable siempre a la par.

La transición al nuevo milenio se produjo sin contratiempos, debido sobre todo a los meticulosos preparativos que se llevaron a cabo en muchos sectores, incluidos el sector financiero y el Eurosistema. El euro empezó bien su andadura, aunque conseguir que tanto el euro como la UEM tengan éxito constituye un proceso de largo plazo. El Eurosistema, por su parte, no escatimará esfuerzos para alcanzar esta meta. Durante este año y los años venideros, proseguiremos nuestra labor en estas y en otras áreas, con el fin de consolidar el euro y el Eurosistema, su infraestructura y su marco de política monetaria.

La economía de la zona del euro está entrando en una fase crucial. Nos encontramos ante una oportunidad única para lograr

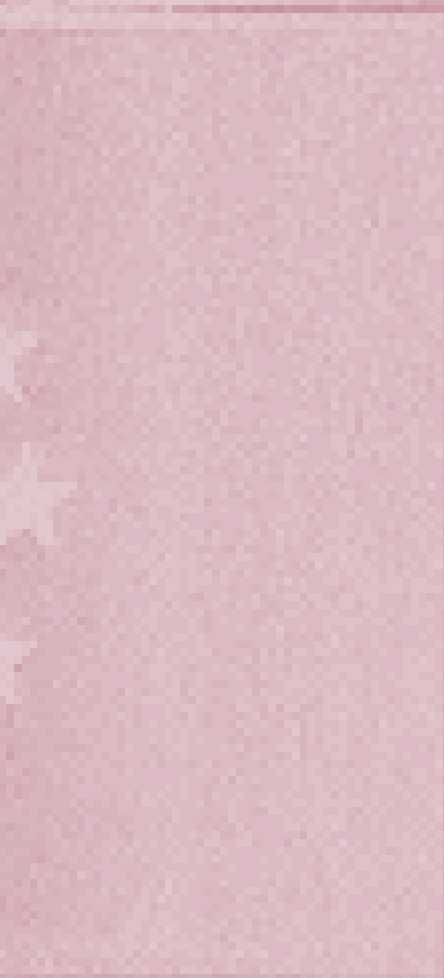
una reducción significativa del nivel de desempleo en toda la zona del euro y reactivar la economía, ahora que su crecimiento se está acelerando en un clima de estabilidad de precios. Esta oportunidad solo podrá aprovecharse si los responsables de la política económica adoptan las decisiones adecuadas y si el sector privado confía en el futuro y, por ello, se atreve a tomar iniciativas. La mejor contribución de la política monetaria a la reducción del desempleo es centrarse firmemente en el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, esto daría mayor credibilidad al Eurosistema y estimularía la confianza de los ciudadanos en el mantenimiento a largo plazo del valor de su moneda, el euro. De acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, las autoridades fiscales deberían reducir el déficit presupuestario hasta un nivel próximo al equilibrio o, incluso, obtener un superávit. Los Estados deberían traducir en hechos sus intenciones de llevar a cabo reformas estructurales que permitan flexibilizar los mercados, así como consolidar las medidas que ya han tomado. Por lo que se refiere a la negociación salarial, los interlocutores sociales deberían tomar en consideración la importancia de mantener la estabilidad de precios, el crecimiento de la productividad, la necesidad de reducir el desempleo y el hecho de que a circunstancias locales diferentes corresponden evoluciones de los salarios también diferentes. Todos deberíamos considerar un futuro que nos brinda oportunidades para aumentar el bienestar económico de los ciudadanos europeos, y todos deberíamos aprovecharlas, impulsando, así, la transformación de Europa en una fuerza dinamizadora fundamental en la economía mundial.

Francfort, marzo del 2000



Willem F. Duisenberg





# Capítulo I

## **Evolución económica y política monetaria**

## I Decisiones de política monetaria en el contexto de la estrategia del Eurosistema

De conformidad con sus obligaciones legales, el objetivo principal del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Para alcanzar dicho objetivo, las decisiones de política monetaria se adoptan, con un enfoque prospectivo, sobre la base de la estrategia orientada hacia la estabilidad que se estableció en octubre de 1998 (véase el artículo publicado en el *Boletín mensual* del BCE, de enero del 1999, titulado “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”). El Consejo de Gobierno del BCE anunció como definición cuantitativa de la estabilidad de precios un incremento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo declaró, asimismo, que la estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo y, con el fin de evaluar las perspectivas de la evolución de los precios y los riesgos para su estabilidad futura, adoptó un enfoque basado en dos pilares. El primer pilar asigna un papel destacado al dinero, que se manifiesta en el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio. En diciembre de 1998, el valor de referencia se fijó en una tasa de crecimiento interanual de M3 del 4,5%. La evolución monetaria en relación con dicho valor de referencia se analiza de forma continuada, por la información que contiene sobre el comportamiento futuro de los precios en el medio plazo. En el contexto del segundo pilar, se efectúa una evaluación basada en un amplio conjunto de otros indicadores –tanto de los mercados financieros como de otras variables económicas, incluidas sus previsiones– que contienen información sobre las perspectivas de evolución de los precios y los riesgos para su estabilidad en la zona del euro. En este marco, la política monetaria no reacciona mecánicamente ante la evolución de un único indicador o previsión. Antes bien, el Consejo de Gobierno, basándose en la información obtenida a partir de un análisis detallado de la información proporcionada por los dos pilares de su estrategia, establece los tipos de interés de

los instrumentos de política monetaria del Eurosistema en el nivel más adecuado para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo.

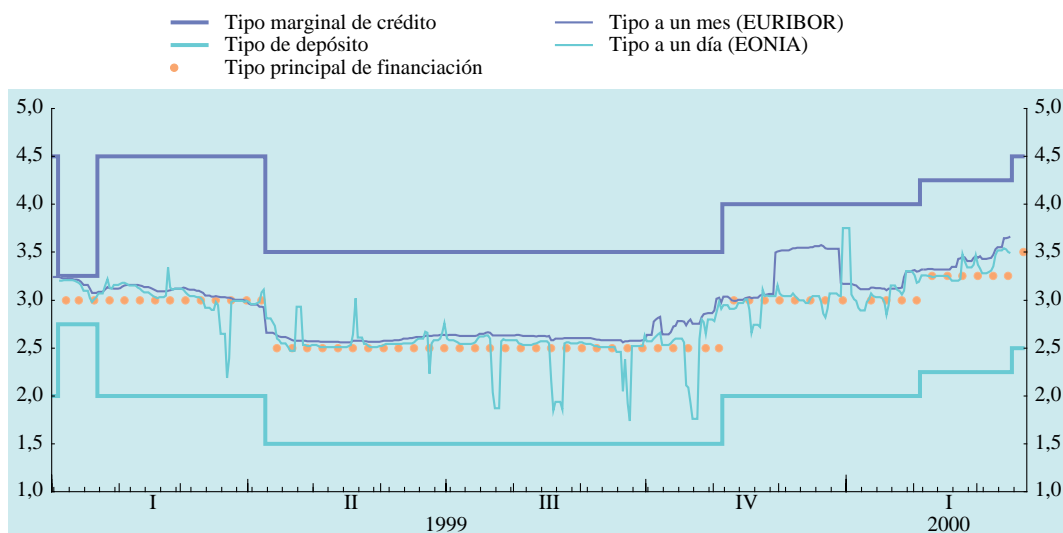
Los tipos de interés aplicables a los tres instrumentos de política monetaria principales al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se anunciaron oficialmente el 22 de diciembre de 1998. Esta decisión siguió a una reducción coordinada de los tipos de interés aplicados por los bancos centrales nacionales, acordada a comienzos de diciembre de 1998, que había completado, prácticamente, el proceso de convergencia de los tipos de interés de referencia de los países que, actualmente, constituyen la zona del euro. El 22 de diciembre de 1998, el tipo de interés de la primera operación principal de financiación, que habría de efectuarse en 1999, se fijó en el 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se estableció en el 4,5% y el de la facilidad de depósito, en el 2%, con efectos, en ambos casos, a partir del 1 de enero de 1999. Como medida temporal, y con el fin de facilitar la transición al mercado monetario único, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó “una banda estrecha” para los tipos de interés a corto plazo, en el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999, estableciendo los tipos de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito en el 3,25% y 2,75%, respectivamente (véase gráfico I y la sección titulada “Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema”).

En el primer trimestre de 1999, las presiones sobre los precios continuaban siendo débiles. La tasa de inflación, medida por el IAPC, se situó en el 0,8% en diciembre de 1998 y se mantuvo en ese nivel en enero y febrero de 1999. En este entorno de baja inflación, comenzaron a aparecer indicios de que el grado de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro –causado, principalmente, por una mayor debilidad de la

## Gráfico I

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente : BCE y Reuters.

demanda exterior— podría ser superior al esperado a finales de 1998. Las cifras relativas al crecimiento real del PIB mostraban una ralentización económica significativa. Además, el crecimiento de la producción industrial se estaba debilitando y la confianza empresarial estaba disminuyendo de forma continuada. Por consiguiente, en aquel momento fue haciéndose cada vez más patente que los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo eran, fundamentalmente, a la baja.

Sin embargo, a la hora de evaluar las perspectivas para la estabilidad de precios, también hubo que tener en consideración el hecho de que, a comienzos de 1999, algunos indicadores parecían apuntar en la dirección opuesta. Concretamente, la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 para el período que abarca de diciembre de 1998 a febrero de 1999 se situó en torno al 5%, esto es, algo por encima del valor de referencia. Los datos monetarios relativos al mes de enero mostraron un aumento significativo de los depósitos a la vista. Además, el crédito al sector privado estaba registrando un rápido crecimiento, a una tasa cercana al 10% a comienzos de 1999. Por otra parte, a pesar de la desaceleración de la actividad econó-

mica, la confianza de los consumidores seguía siendo relativamente elevada. Por último, los precios del petróleo comenzaron a subir a partir de mediados de febrero de 1999 y el euro se depreció, en términos efectivos, en los primeros meses de 1999, dos factores que también podrían ejercer presiones al alza sobre los precios.

Así pues, a comienzos de 1999, el Consejo de Gobierno tuvo que enfrentarse a algunas señales contradictorias. No obstante, en lo que se refiere a la evolución monetaria, el crecimiento de M3 todavía se hallaba aún próximo al valor de referencia del 4,5%. Además, parecía que el entorno especial resultante de la transición a la tercera fase de la UEM había contribuido de forma significativa al acusado incremento de los depósitos a la vista en el mes de enero. La reversión parcial experimentada en el crecimiento de los depósitos a la vista durante el mes de febrero corroboraba esta opinión. Por otra parte, no podía descartarse que factores institucionales, tales como cambios en los sistemas de recopilación de información estadística y la introducción del nuevo sistema de reservas mínimas, hubieran desempeñado un papel en el crecimiento monetario extraordinariamente intenso registrado en enero. Por lo

tanto, dadas las incertidumbres que rodeaban el análisis de la evolución monetaria a comienzos de 1999 y la desviación moderada con respecto al valor de referencia, el Consejo de Gobierno no consideró que la evolución monetaria implicara riesgos al alza para la estabilidad de precios en ese momento.

En resumen, en un contexto en el que las tasas de inflación observadas se situaban significativamente por debajo del límite superior de la definición de estabilidad de precios del Eurosistema y en vista de las presiones a la baja sobre la evolución futura de los precios asociadas a un debilitamiento de la actividad económica, el Consejo de Gobierno decidió, el 8 de abril, rebajar 50 puntos básicos el tipo de las operaciones principales de financiación, hasta situarlo en el 2,5%. Ese mismo día, redujo el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 100 puntos básicos, hasta el 3,5%, y el de la facilidad de depósitos en 50 puntos básicos, hasta el 1,5%, estableciendo, de ese modo, una banda de tipos simétrica en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Se consideró que, como medida preventiva, estas decisiones eran adecuadas para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo y para contribuir a hacer un mejor uso del potencial de crecimiento de la economía de la zona del euro.

Posteriormente en el año, los riesgos a la baja fueron dando paso, de forma paulatina, a riesgos al alza. La media móvil de tres meses de la tasa interanual de crecimiento de M3 siguió una tendencia gradualmente alcista, que se aproximó al 6% en el verano. Incluso excluyendo los acontecimientos excepcionales ocurridos a comienzos de 1999, era evidente la existencia de una prolongada expansión monetaria. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo elevada. Del mismo modo, el crédito al sector privado continuó expandiéndose con rapidez, lo que confirmaba que la liquidez era abundante.

Al mismo tiempo, la situación exterior mejoró, en la medida en que las economías

asiáticas se estabilizaron y, posteriormente, comenzaron a recuperarse, mientras que la preocupación por la crisis financieras de otros mercados emergentes disminuyó. Además, la actividad económica de Estados Unidos mostró señales de fortaleza continuadas. En este contexto, la actividad económica de la zona del euro fue recuperándose progresivamente. Los primeros indicios de este proceso se registraron durante el verano, a través de la mejora sustancial de la confianza empresarial. La producción industrial se estabilizó en el segundo trimestre de 1999 y se aceleró en el tercero. El aumento ininterrumpido del rendimiento de los bonos durante el verano también puso de manifiesto las expectativas que tenían los mercados con respecto a una mejora de la situación económica a largo plazo, así como mayores expectativas de inflación. En resumen, se hizo evidente, de forma paulatina, que la actividad económica de la zona del euro se aceleraría significativamente a lo largo de 1999 y en el año 2000. Además, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitaba aún más y los precios del petróleo continuaban subiendo, todo lo cual estaba repercutiendo, gradualmente, en los precios de consumo.

Se hizo patente, por lo tanto, que los riesgos para la estabilidad de precios se habían ido transformando paulatinamente desde el inicio del verano en alcistas, y que los riesgos a la baja existentes cuando se redujeron los tipos de interés del BCE en abril habían desaparecido. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió, el 4 de noviembre de 1999, aumentar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta alcanzar el 3%. En la misma fecha, elevó también en 50 puntos básicos los tipos de interés de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito, hasta situarlos en el 2% y el 4%, respectivamente.

Se esperaba que este cambio en la orientación de la política monetaria impediría que la liquidez abundante generara presiones alcistas a medio plazo sobre los precios y que ayudaría a mantener las expectativas de infla-

ción por debajo del 2%. Asimismo, se creía que una subida oportuna de los tipos de interés contribuiría a evitar la necesidad de adoptar con posterioridad medidas más firmes y que, por lo tanto, ayudaría a sostener un crecimiento no inflacionista durante un período de tiempo prolongado. La magnitud de la medida también tuvo por objeto eliminar las incertidumbres relativas al curso de la política monetaria en el corto plazo, favoreciendo así la reducción de cualquier prima por incertidumbre existente potencialmente en los mercados financieros. Además, su objetivo era tratar de contener un posible incremento de la volatilidad en los mercados monetarios durante la transición al año 2000.

En la reunión celebrada el 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno examinó el valor de referencia para el crecimiento monetario, de acuerdo con el anuncio que había realizado en diciembre de 1998. Se decidió mantener este valor de referencia, definido como una tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 del 4,5%. Esta decisión se adoptó basándose en que los componentes que se tuvieron en cuenta para obtener el primer valor de referencia en diciembre de 1998, esto es, la definición de estabilidad de precios del Eurosistema (un incremento anual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%), la estimación de la tendencia de crecimiento del PIB real (entre el 2% y el 2,5%) y la disminución tendencial de la velocidad de circulación de M3 (del 0,5% al 1%) se mantuvieron, básicamente, sin variación.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió, como lo había hecho anteriormente, que la evolución monetaria en relación con el valor de referencia se evaluaría a partir de la media

móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3. Además, el Consejo volvió a reseñar que esta evaluación se efectuaría en paralelo con una valoración de las perspectivas de evolución de los precios basada en un amplio conjunto de indicadores, lo que constituye el segundo pilar de la estrategia del Eurosistema. Las decisiones de política monetaria encaminadas al mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo continuarían, pues, basándose en la información obtenida de los dos pilares de la estrategia. Por último, se decidió que, a partir de entonces, el valor de referencia se revisaría anualmente, de forma que la próxima revisión tendría lugar en diciembre del 2000.

A finales de 1999 y comienzos del 2000, el crecimiento monetario y el del crédito continuaron indicando una liquidez holgada en la zona del euro. Al mismo tiempo, el comportamiento del tipo de cambio y de los precios de las materias primas siguieron contribuyendo a elevar los precios de las importaciones y los costes en la zona del euro. Como estos aumentos fueron mayores y más duraderos que lo previsto con anterioridad, se elevó significativamente el riesgo de efectos adicionales sobre los precios de consumo, en un contexto en el que la actividad económica en la zona del euro se recuperaba con fuerza. En la medida en que los dos pilares de la estrategia de política monetaria del Eurosistema parecían señalar riesgos alcistas para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en dos ocasiones, el 3 de febrero y el 16 de marzo de 2000, elevar los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito en 25 puntos básicos cada vez.

## 2 Evolución monetaria y financiera

### 2.1 Evolución monetaria

#### **El crecimiento de M3 superó el valor de referencia**

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó gradualmente a lo largo de 1999. La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 para el período comprendido entre octubre y diciembre se situó en el 6% (véase gráfico 2), en comparación con el 4,8% correspondiente al último trimestre de 1998. Por consiguiente, el crecimiento de M3 se separaba cada vez más del valor de referencia del 4,5%. En 1999, en promedio, M3 creció un 5,7%, frente al 4,9% registrado en 1998 y el 4,1% observado en 1997.

En 1999, la expansión monetaria se vio favorecida por el bajo nivel de los costes de oportunidad de mantener, en particular, los activos más líquidos integrados en M3. Además, la recuperación económica registrada en la zona del euro pudo estimular la demanda

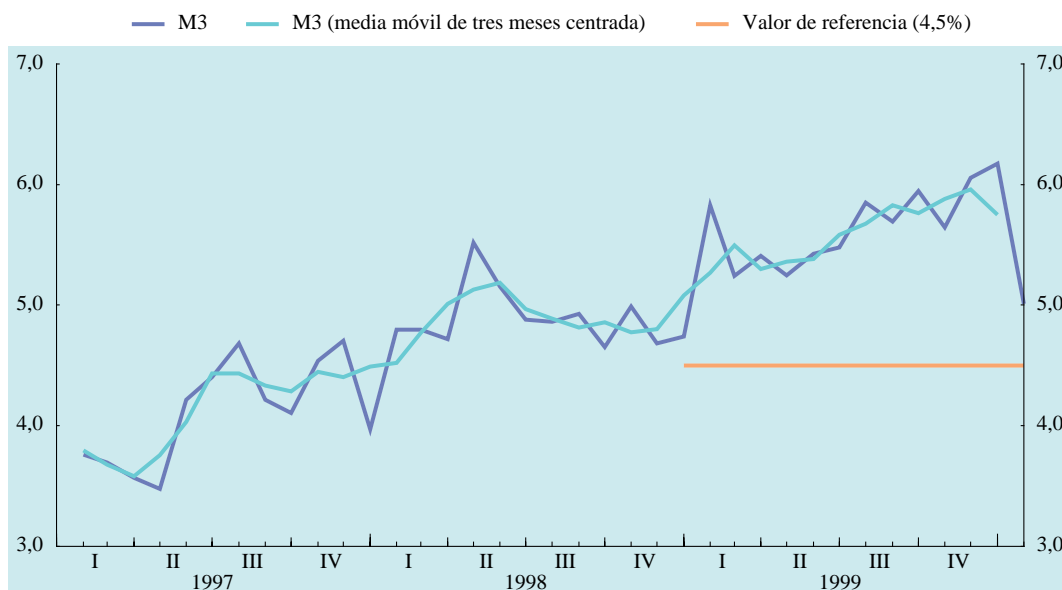
de dinero para transacciones. Además, las reestructuraciones temporales de cartera relacionadas con la introducción del euro y el nuevo sistema de reservas mínimas parecen haber afectado al crecimiento de M3 a comienzos del año. En conjunto, la expansión monetaria reflejó una abundancia de liquidez durante la mayor parte de 1999.

En cuanto a los componentes individuales de M3, el crecimiento del efectivo en circulación se recuperó en 1999, tras el crecimiento insignificante del año anterior. En el cuarto trimestre de 1999, la tasa de variación interanual del efectivo alcanzó un 6,4%, en comparación con el 0,4% observado en el último trimestre de 1998 y el 2,7% del último trimestre de 1997 (véase gráfico 3). La expansión económica y los bajos costes de oportunidad de tener billetes pueden haber respaldado la trayectoria alcista del efectivo. Además, poco antes de la transición al año 2000 se registró un aumento temporal de la demanda del mismo por motivos de precaución.

**Gráfico 2**

#### **Crecimiento de M3 en la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Los depósitos a la vista crecieron a un ritmo muy rápido en 1999, aunque su tasa de expansión se moderó ligeramente en la última parte del año. En el último trimestre de 1999, la tasa de variación interanual se situó en el 12,7%, en comparación con el 10,6% correspondiente al cuarto trimestre de 1998 y al 9,3% del mismo período de 1997. En enero de 1999 se produjo un aumento de la demanda de los depósitos a la vista, que obedeció a las circunstancias concretas imperantes al inicio de la UEM. Además, los bajos niveles de la inflación y de los tipos de interés, con la consiguiente reducción de los costes de oportunidad de tener depósitos a la vista, junto con la expansión económica de la zona del euro, pueden explicar la relativamente fuerte demanda de depósitos a la vista durante el año.

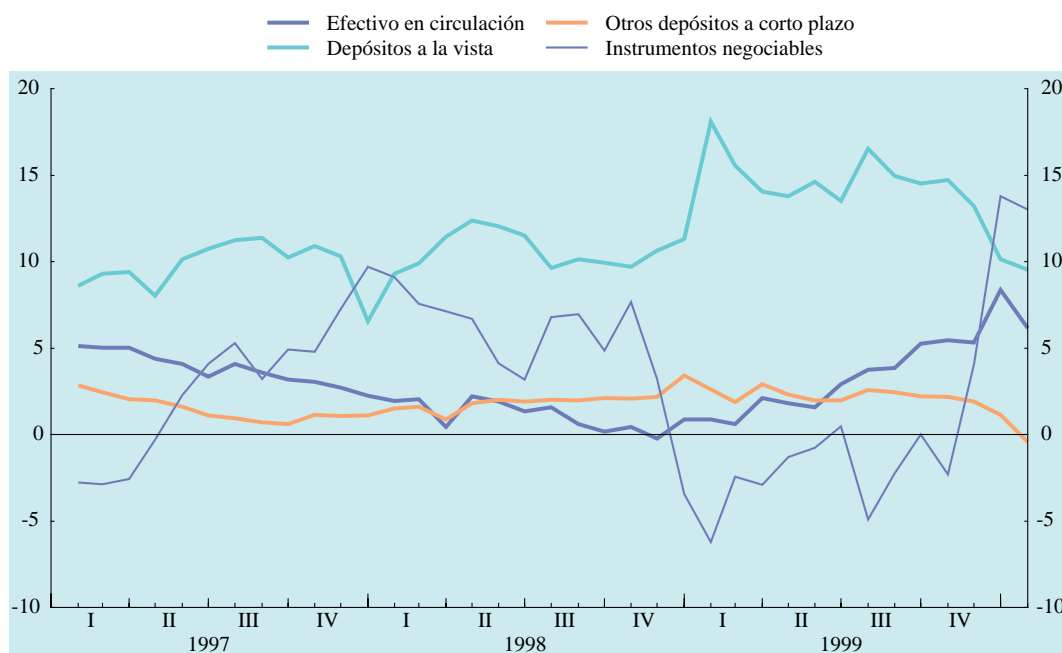
Por el contrario, al igual que en años anteriores, los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista (es decir, los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses

y los depósitos a plazo de hasta dos años) experimentaron una expansión bastante ligera en 1999. En el último trimestre de 1999, la tasa de variación interanual se situó en el 1,7%, frente al 2,6% registrado en el cuarto trimestre de 1999 y el 1,1% observado en el mismo período de 1997. La aparente falta de atractivo de estos depósitos a corto plazo para los inversores podría estar relacionada con el hecho de que el diferencial entre el tipo de interés de dichos depósitos y el de los depósitos a la vista se estrechó significativamente en los primeros tres trimestres del año y se mantuvo relativamente reducido a partir de entonces. Además, el aumento de pendiente de la curva de rendimientos durante 1999 pudo ir acompañado por desplazamientos hacia inversiones en activos financieros a más largo plazo. Adicionalmente, en algunos países, las reestructuraciones de cartera en las que se sustituyeron estos depósitos a corto plazo estuvieron asociadas, probablemente, con una disminución significativa de las expectativas de inflación en los últimos años.

### Gráfico 3

#### Componentes de M3 en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE



Tras haber caído de forma sustancial a finales de 1998 y comienzos de 1999, la demanda de otros instrumentos incluidos en M3, instrumentos negociables y cesiones temporales, se recuperó considerablemente a lo largo de 1999. En el último trimestre, la tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,2%, en comparación con el 2,5% observado en el último trimestre de 1998 y el 7,3% registrado en el mismo período de 1997. La recuperación experimentada durante 1999 se debió, fundamentalmente, a un incremento significativo, tanto de las participaciones en fondos del mercado monetario como de los valores distintos de acciones emitidos con vencimiento de hasta un año. La demanda de estos componentes pudo verse estimulada temporalmente por las incertidumbres existentes en los mercados financieros, en particular a finales de verano y en otoño, en relación con la evolución futura del rendimiento de los bonos. En tales circunstancias, los activos negociables a corto plazo, que son relativamente líquidos y que ofrecen una rentabilidad superior a la de los depósitos a plazo de hasta dos años, se suelen utilizar para colocar fondos durante un tiempo. Además, el atractivo de estos instrumentos se acrecentó debido a la subida de los tipos de interés de mercado a corto plazo al finalizar el mes de septiembre. Las estadísticas de balanza de pagos para algunos países de la zona del euro sugieren que el crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario, así como el de los valores distintos de acciones fue consecuencia, en parte, de la compra de dichos instrumentos por no residentes en la zona del euro. Aunque el concepto M3 solo se refiere a las tenencias monetarias de los residentes en esta zona, las limitaciones estadísticas no permiten, en este momento, identificar por separados los valores negociables emitidos por las IFM en las carteras de los no residentes. Aun cuando ello indica que la interpretación de la evolución de estos instrumentos negociables ha de realizarse con cierta cautela, una valoración global parece indicar que estos no afectan de forma significativa al crecimiento monetario en 1999.

En enero del año 2000, la tasa interanual de crecimiento de M3 descendió significativamente, hasta situarse en el 5%, frente al 6,2% registrado en diciembre de 1999. Sin embargo, ello fue fundamentalmente el resultado de un efecto de base, a saber, el hecho de que debido a las circunstancias especiales del inicio de la tercera fase de la UEM, el incremento mensual de M3 en enero de 1999 fue excepcionalmente elevado.

### **Fuerte expansión del crédito**

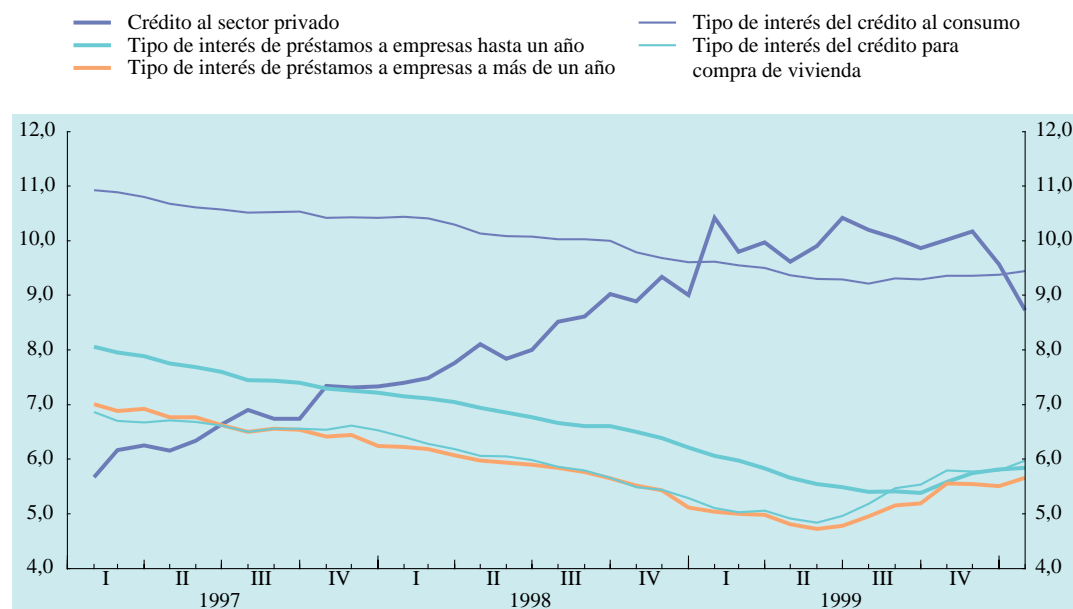
Por lo que se refiere a las contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector IFM, la tasa de expansión interanual del crédito a hogares y empresas se situó entre el 10% y el 11% durante la mayor parte del año. Entre los componentes del crédito al sector privado, el saldo vivo de los préstamos (que representa en torno al 90% del crédito total concedido al sector privado) creció a una tasa media interanual del 10% en 1999, y continuó mostrando una fuerte expansión en enero del 2000, del 8,7% en términos interanuales, frente a las tasas medias de crecimiento interanual del 8,3% en 1998 y 6,6% en 1997. Los datos desagregados de los préstamos otorgados por las IFM a los residentes en la zona del euro, por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión indican que esta fuerte expansión de los créditos estuvo basada principalmente, en el sector privado.

Probablemente, la intensa expansión del crédito a hogares y a empresas reflejó, sobre todo, el bajo nivel de los tipos de interés de los préstamos y créditos en relación con la experiencia histórica y la recuperación de la actividad económica en la zona del euro. En el primer semestre del año, los tipos de interés de todos los tipos de préstamos aplicados por las entidades de crédito a su clientela mantuvieron la trayectoria descendente que se había puesto de manifiesto en los años anteriores (véase gráfico 4). Posteriormente, los tipos de interés de los créditos destinados a compra de vivienda y de los préstamos a más largo plazo a empresas mostraron una tendencia al alza, que obedecía, con cierto

#### Gráfico 4

### Crédito al sector privado y tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(crédito: tasas de variación interanual; tipos de interés: en porcentaje)



Fuente: BCE

retraso, al aumento de los tipos de interés de los mercados de capitales, que comenzó en mayo de 1999. Hacia finales de año, la subida de los tipos de interés de los mercados monetarios, que anticipaba un cierto endurecimiento de la política monetaria, dio lugar a un moderado incremento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los créditos al consumo y a los préstamos a corto plazo a empresas. El hecho de que el crecimiento de los créditos siguiera siendo intenso a pesar de la tendencia alcista de los tipos de interés sugiere que la mejora de la actividad económica puede haber desempeñado un papel importante en el mantenimiento del elevado crecimiento de los créditos al sector privado en la última parte de 1999, aunque, durante ese período, pudo haberse producido un adelantamiento en el endeudamiento, como consecuencia de las expectativas de los agentes privados de nuevos aumentos en los tipos de interés de los préstamos y créditos. Otros factores a tener en cuenta en 1999 fueron el gran número de fusiones y adquisiciones (véase sección 2.2), que tendieron a financiarse, en parte, mediante créditos a corto y medio plazo, y la

interacción entre los préstamos hipotecarios y la rápida subida de los precios inmobiliarios en algunos países de la zona del euro.

El crédito a las Administraciones Públicas siguió creciendo de forma lenta a lo largo de 1999, a una tasa media interanual del 1,1%. Esta débil tasa de crecimiento se registró tanto en los créditos como en la deuda pública en poder de las IFM y estuvo en consonancia con la menor necesidad de financiación del sector de las Administraciones Públicas observada en 1999.

En cuanto a otras contrapartidas de M3, los pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM crecieron a un ritmo relativamente intenso en 1999. En el cuarto trimestre se registró una tasa media de crecimiento interanual del 7,3%, frente al 4,7% observado en el último trimestre de 1998, en consonancia con el aumento de pendiente de la curva de rendimientos.

Por último, durante 1999, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM disminuyó significativamente en términos

interanuales (166 mm de euros). Este descenso se debió a que, en conjunto, las operaciones de residentes en la zona del euro no incluidos en IFM con no residentes dieron lugar a un salida neta de fondos.

## 2.2 Mercados financieros

### ***Rápido crecimiento de la financiación empresarial mediante la emisión de valores de renta fija***

El inicio de la tercera fase de la UEM ha actuado como catalizador para el desarrollo y la integración de los mercados de capitales de la zona del euro en un mercado de capitales paneuropeo.

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija denominada en euros, el hecho más significativo ocurrido durante 1999 fue, sin duda, el rápido crecimiento del mercado de renta fija privada, que superó las expectativas que tenían numerosos analistas antes de la introducción del euro. Este mercado alcanzó su auge con la colocación de un gran volumen de emisiones de deuda relacionadas con una serie de importantes fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en el primer semestre de 1999. La manera tan rápida y fluida con la que el mercado de renta fija privada denominada en euros consiguió absorber estas emisiones se consideró, de forma generalizada, como una señal importante de la creciente profundidad de dicho mercado. En concreto, la emisión de valores de renta fija denominados en euros por empresas privadas no financieras y por empresas privadas de servicios públicos aumentó en 1999, en comparación con el año anterior. Según fuentes de datos comerciales, los mayores emisores privados de valores de renta fija en 1999 fueron los bancos, que representaron el grueso del volumen total de emisiones del sector privado, seguidos por las empresas no financieras, por otras empresas de financiación y por las empresas de servicios públicos. Desde una perspectiva general, el crecimiento de la emisión neta de valores distintos de acciones denominados en euros, durante 1999, fue particularmente

intenso si se compara con la emisión de valores distintos de acciones denominados en dólares estadounidenses. La emisión de este tipo de valores denominados en yenes también registró una fuerte recuperación en 1999 en comparación con 1998.

Uno de los factores más importantes en el crecimiento del mercado de renta fija privada denominada en euros ha sido el proceso de reestructuración empresarial en curso en Europa, que se ha traducido en una fuerte demanda de fondos por parte del sector empresarial privado. En general, las fusiones y las adquisiciones llevadas a cabo por empresas de la zona del euro aumentaron considerablemente durante 1999, tanto en el sector bancario como en el sector no bancario (véase recuadro 1). Las empresas de la zona del euro que han intervenido en los procesos de fusión y de adquisición y en operaciones de compra con apalancamiento financiero –en las que la adquisición de una empresa se financia mediante la emisión de renta fija de alta rentabilidad– financiaron, en gran medida, dichas operaciones con importantes emisiones de deuda denominada en euros, las cuales solían servir para pagar préstamos puente (sobre todo, préstamos sindicados). Este comportamiento originó la colocación de grandes emisiones, de magnitudes sin precedentes en la historia de los mercados de capitales europeos. En 1999, el significativo crecimiento de la emisión de valores de renta fija privada denominada en euros se vio acompañado por una reducción de la importancia relativa del sector público en los mercados de deuda, lo que también reflejaba un aumento relativamente menor de las necesidades de financiación del sector público en 1999, en comparación con los años anteriores. Además, el desplazamiento de la demanda hacia valores de alto riesgo con el fin de obtener mayores rendimientos, que tuvo su origen en los niveles históricamente bajos de los tipos de interés, también pareció contribuir al crecimiento de las emisiones de renta fija privada.

Según menciona el artículo del *Boletín mensual* del BCE de enero del 2000 titulado

“La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera”, en 1999 se produjeron diversos

hechos notables en los mercados de capitales de la zona del euro. Cabe mencionar, entre ellos, la mayor cooperación en las bolsas de valores nacionales y el desarrollo de las

## Recuadro I

### Cambios estructurales en el sector bancario y su relevancia para la política monetaria

Los hechos acaecidos en el entorno competitivo de los servicios financieros y los correspondientes cambios estructurales ocurridos en el sector bancario son relevantes para la política monetaria única. En el pasado, los bancos de la zona del euro eran los principales proveedores de servicios financieros en mercados nacionales bastante fragmentados y protegidos. Sin embargo, al reducirse las barreras entre los distintos mercados nacionales o locales, los bancos han de hacer frente a una mayor competencia entre ellos, así como con otros proveedores de servicios financieros. Estos cambios en el entorno competitivo han generado presiones en los bancos para hacerse más eficientes y han dado lugar a iniciativas para mantener su posición competitiva, siendo una de las manifestaciones el proceso de fusiones y adquisiciones, que ha ido ganando una importancia significativa en los últimos años. La pauta de reestructuración y concentración continuó en 1999. Concretamente, en este año, el número de instituciones de gran tamaño que han participado en las fusiones bancarias ha sido relativamente elevado.

Los factores fundamentales en que se basa esta tendencia hacia la reestructuración y la concentración en el sector bancario de la zona del euro han sido el avance tecnológico, la globalización, la desregulación y el aumento de la demanda de servicios financieros complejos, habiendo actuado la introducción del euro como catalizador de todos ellos. De hecho, se considera que estos factores están reestructurando el mercado para que los servicios financieros se vuelvan más competitivos, y también más integrados, tanto en la zona del euro como en el ámbito internacional.

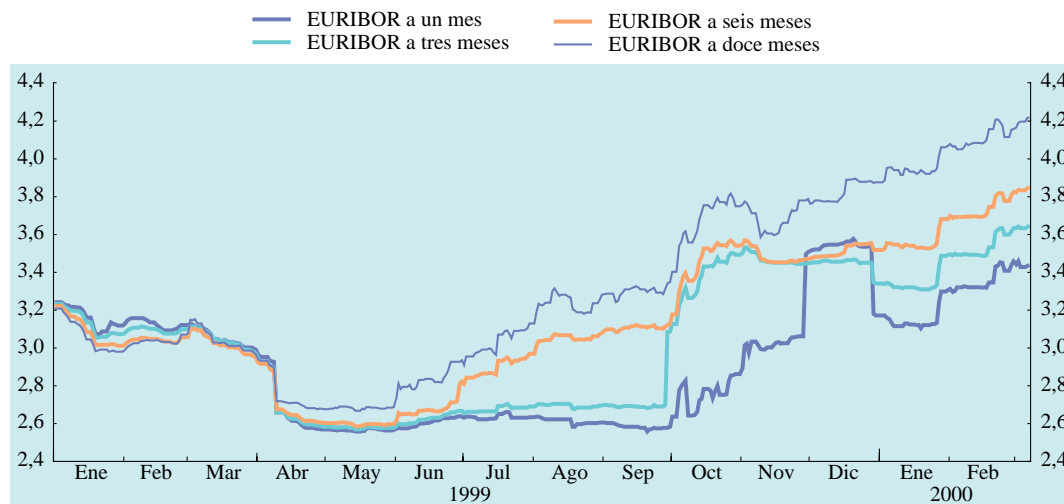
No obstante, hasta ahora, la mayor parte de las fusiones y de las adquisiciones llevadas a cabo en el sector bancario de la zona del euro no han tenido un carácter transfronterizo dentro de la zona. El ámbito nacional de las fusiones puede explicarse por el incentivo a mejorar la eficiencia mediante la eliminación de la duplicidad en las operaciones, así como por estrategias defensivas. Además, las cuestiones relacionadas con la proximidad cultural y las expectativas de que las fusiones y las adquisiciones realizadas en el ámbito nacional sean más manejables que las fusiones internacionales también parecen haber desempeñado un papel importante. Esta orientación nacional de las fusiones y las adquisiciones ha generado cierta preocupación en cuanto al aumento de la cuota de mercado de las entidades nacionales más grandes. Sin embargo, aunque, en el corto plazo, no pueden descartarse algunos efectos adversos sobre la competencia a nivel nacional, el panorama fundamental que surge en lo que se refiere al mercado de servicios financieros parece ser un incremento de la competencia y una reducción de la fragmentación en el largo plazo.

Estos cambios en el entorno competitivo del mercado bancario, así como los posibles efectos sobre la fortaleza del sector bancario, pueden ser de relevancia para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En primer lugar, la velocidad de transmisión de la política monetaria podría aumentar, ya que los bancos que operan en mercados más competitivos tienden a ajustar los tipos de interés aplicados a su clientela con más rapidez, en respuesta a los cambios ocurridos en los tipos de interés de los mercados. En segundo lugar, la importancia relativa del canal crediticio de la política monetaria puede modificarse como consecuencia de los cambios acaecidos en las relaciones entre los bancos y su clientela, que son de especial importancia para la financiación de las pequeñas empresas y de los hogares. Por último, el aumento de la competencia en la zona del euro tendería a acelerar el paso hacia un sistema bancario de los países participantes más integrado, lo que reduciría las asimetrías entre los distintos países en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

## Gráfico 5

### Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters

plataformas de negociación electrónica tanto en los mercados de renta fija como de renta variable.

#### **Los tipos de interés del mercado monetario reflejo de los tipos de interés del BCE**

En 1999, el BCE dirigió los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, utilizando tipo de interés de sus operaciones principales de financiación. El tipo de interés a un día, medido por el tipo EONIA (el “índice medio del tipo del euro a un día”) se mantuvo, por lo general, muy próximo al tipo aplicado, en 1999, a las operaciones principales de financiación, siendo el diferencial medio entre los dos tipos de interés equivalente a 3 puntos básicos (véase gráfico 1). La volatilidad del tipo EONIA fue relativamente baja. Por lo general, solo se registraron fluctuaciones algo mayores al final de los períodos de mantenimiento de las reservas obligatorias, que es cuando la restricción de los niveles mínimos exigidos al sistema bancario se hace operativa. Debido a un comportamiento estable del tipo EONIA, el BCE no consideró necesario realizar operaciones de ajuste durante 1999.

Otros tipos de interés del mercado monetario también se mantuvieron estables, excepto en determinados momentos en los que los participantes en el mercado anticiparon un cambio en los tipos de interés del BCE, o hacia finales de año, cuando los tipos de interés a corto plazo se elevaron debido a las inquietudes existentes en el mercado respecto a la transición al año 2000.

A comienzos de 1999, la curva de rendimientos del mercado monetario era más o menos plana, con los tipos de interés EURIBOR para vencimientos entre uno y doce meses fluctuando en una banda estrecha, situada entre el 3,21% y el 3,26% (véase gráfico 5). Posteriormente, durante el primer trimestre, los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron, al reflejar gradualmente la mejora de las expectativas del mercado respecto a un descenso de los tipos de interés a corto plazo en el futuro inmediato.

Tras el anuncio de la decisión del Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés el 8 de abril de 1999, los tipos de interés del mercado monetario volvieron a descender. En cuanto el Consejo de Gobierno dejó claro, en el momento en el que rebajó los tipos de interés, que no pretendía recortar más

dichos tipos en el futuro inmediato, la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su pendiente. Durante el verano, a medida que aumentaban las expectativas sobre una mejora gradual de la situación económica en la zona del euro y que la evolución monetaria tendía a mostrar una desviación creciente del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia, los tipos de interés del mercado monetario registraron un incremento paulatino, reflejando la intensificación de las expectativas del mercado sobre una subida de los tipos de interés del BCE. Este proceso continuó en el otoño y, cuando, el 4 de noviembre de 1999, se anunció la decisión de elevar los tipos de interés, los tipos del mercado monetario ya habían anticipado plenamente dicha medida. En los días posteriores al anuncio, la variabilidad de los tipos de interés del mercado monetario cayó significativamente.

No obstante, el análisis de la evolución de los tipos de interés a corto plazo se complicó especialmente en la última parte de 1999, debido a la preocupación de los mercados en torno al posible efecto de la transición al año 2000 sobre los tipos de interés del mercado monetario. La prima de riesgo asociada dio lugar a un cambio pronunciado en los tipos de mercado, que se extendió hasta el final del año. La subida se hizo más acusada en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (véase recuadro 3 de las páginas 19 a 21 del *Boletín mensual* del BCE de diciembre de 1999). Sin embargo, tras realizarse con éxito la transición al año 2000, la prima de riesgo de los tipos de interés del mercado monetario desapareció rápidamente.

En enero del año 2000, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario fue positiva, mostrando un diferencial entre el tipo EURIBOR a un mes y el tipo EURIBOR a un año, de 80 puntos básicos, aproximadamente. Hacia finales de enero, los tipos de interés del mercado monetario se movieron al alza, anticipando la decisión del BCE de elevar los tipos de interés, que fue anunciada el 3 de febrero de 2000. A lo largo

del mes de febrero, los tipos de interés del mercado monetario continuaron aumentando gradualmente.

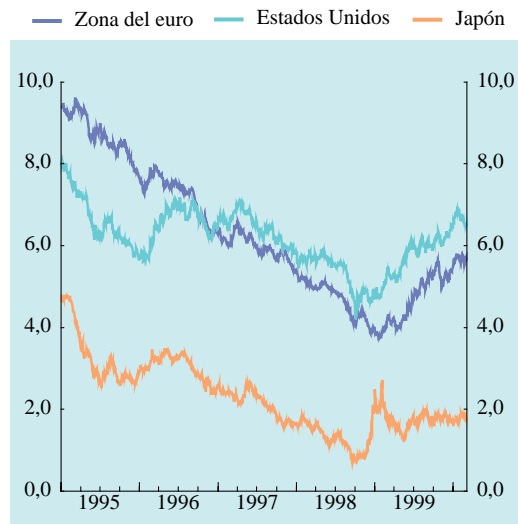
#### ***Ascenso del rendimiento de los bonos a largo plazo desde mínimos históricos con la mejora de las perspectivas de crecimiento***

Tras el prolongado descenso de los tipos de interés a largo plazo observado en los países industrializados durante gran parte de los años noventa, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro alcanzaron, a principios de 1999, el nivel mínimo de los últimos 50 años (véase gráfico 6(a)). Sin embargo, a partir de mayo de 1999, los tipos comenzaron a repuntar, impulsados, inicialmente, por un incremento del rendimiento de los bonos registrado en Estados Unidos, así como por el aumento de las expectativas inflacionistas en relación con los niveles excepcionalmente bajos que predominaban a principios de 1999. Posteriormente, el repunte progresivo de los tipos se debió a la mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro experimentó un incremento de más de 150 puntos básicos en 1999, alcanzando un nivel próximo al 5,5% a finales del año. De forma similar, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años ascendió casi 180 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 6.5% en 1999. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años y los rendimientos de activos similares en la zona del euro se amplió ligeramente durante 1999, alcanzando los 100 puntos básicos a finales del año. En Japón, la evolución del rendimiento de los bonos a largo plazo siguió una trayectoria ligeramente diferente de la observada en la zona del euro y en Estados Unidos. Tras unos descensos iniciales respecto a los niveles relativamente elevados registrados inmediatamente después de la situación de turbulencia financiera que se produjo a finales de 1998, los rendimientos de los bonos japoneses a largo plazo parecieron estabilizarse, en la segunda mitad

## Gráfico 6

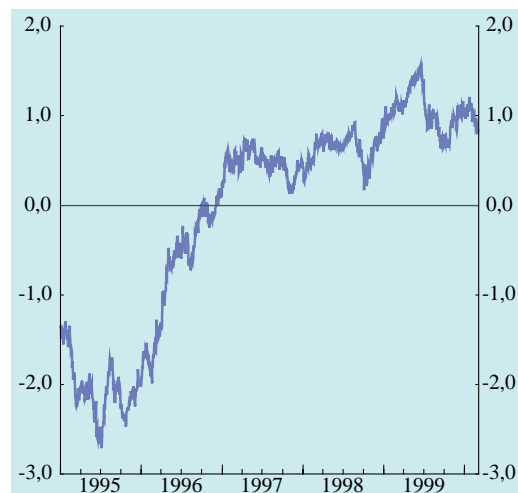
### (a) Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje; datos diarios)



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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters

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

de 1999, a un nivel inferior al 2%. Entre finales de 1998 y el último día de negociación de 1999, el rendimiento de los bonos japoneses a diez años descendió en aproximadamente 40 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,6%.

El principal factor que influyó en la evolución de los mercados de bonos internacionales en 1999 fue la mejora de las expectativas de crecimiento a escala mundial, al empezar a disminuir la preocupación por una fase de descenso prolongado de la actividad internacional, que se había extendido en los mercados financieros a raíz de las turbulencias financieras de 1998. La economía estadounidense siguió experimentando un ritmo de expansión notable a lo largo de 1999 y, a pesar de que no se apreciaban muchas señales visibles de aumento de la inflación, la creciente tensión que iba registrando el mercado laboral inquietó a los mercados financieros, haciéndoles temer que este ritmo de expansión pudiera generar presiones inflacionistas en la economía. Este comportamiento contribuyó, en gran medida, al acusado ascenso del rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses observado a lo largo de 1999. Por otra parte, aun cuando una mejora adicional de la situación fiscal en Estados Unidos pudiera haber reducido las presiones sobre los mercados de capitales por parte del sector público, un considerable aumento de la emisión de bonos por parte de las empresas de dicho país, en el curso del año, pudo haber introducido presiones alcistas en el rendimiento de los bonos estadounidenses.

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro se mantuvo estable, en general, en los cuatro primeros meses de 1999, reflejando un ritmo de recuperación económica más lento y la moderación de las presiones inflacionistas en la zona del euro, todo lo cual llevó al Consejo de Gobierno del BCE a bajar los tipos de interés en abril. Aparte del mencionado efecto de contagio del continuo ascenso del rendimiento de los bonos estadounidenses, parece probable que parte del incremento gradual experimentado por el rendimiento de los bonos a partir de mayo se debió a que se deshicieron las posiciones de cartera en activos más seguros, tomadas en 1998, así como a un aumento de las expectativas inflacionistas respecto a los niveles singularmente bajos que predominaron a principios de 1999, tras las turbulencias

## Recuadro 2

### Valoración de los factores explicativos del aumento del rendimiento nominal de los bonos utilizando los bonos indicados con la inflación

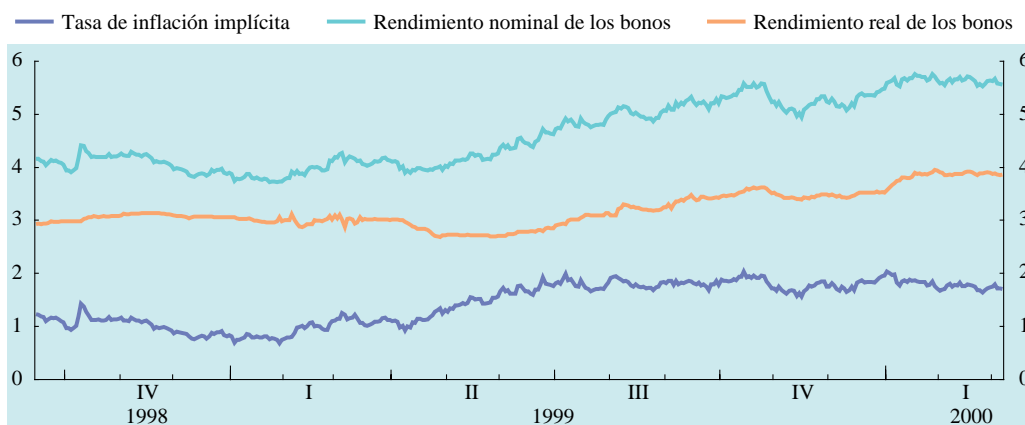
Para valorar la forma en que varios factores pueden haber influido en el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo de la zona del euro en 1999, es útil recordar que, en general, el rendimiento nominal de la deuda pública, con un determinado plazo hasta su vencimiento, puede desglosarse en tres elementos. Estos elementos son el tipo de interés real requerido por los inversores para la tenencia del bono hasta su vencimiento, la compensación por la tasa de inflación media esperada durante la vida del bono y un componente asociado con el plazo o primas de riesgo relacionadas, entre otras cosas, con la incertidumbre acerca de las tasas de inflación futuras. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación puede ayudar a efectuar este desglose. El diferencial entre el rendimiento de un bono a largo plazo y el rendimiento real que proporciona un bono indicado con la inflación, del mismo vencimiento, se conoce en general como tasa de inflación “implícita” (*break-even*). Esto se debe al hecho de que, con dicha tasa de inflación “implícita”, el rendimiento esperado para el inversor será el mismo, independientemente de si la inversión se realiza en bonos de renta fija nominal o en bonos indicados con la inflación.

Sin embargo, la tasa de inflación “implícita” no es una medida directa de las expectativas inflacionistas, dado que no tiene en cuenta el carácter de las distintas primas de riesgo. Por un lado, la tasa de inflación “implícita” tiende a sobrevalorar la inflación esperada, puesto que el rendimiento del bono nominal suele incorporar una prima de riesgo de inflación. Por otro lado, la menor liquidez que caracteriza, habitualmente, a los mercados de bonos indicados con la inflación implica que el rendimiento real de dichos bonos puede incluir una prima de liquidez. Los únicos bonos indicados con la inflación existentes en la zona del euro fueron emitidos por el Tesoro francés, con vencimiento a diez y treinta años. La tasa de inflación equivalente de estos bonos se refiere a una medida específica del Índice de Precios de Consumo (IPC) francés, concretamente el IPC excluido el tabaco, y no al IAPC de la zona del euro. Dichas características ponen de relieve las limitaciones del indicador utilizado para evaluar la evolución de la zona del euro.

Teniendo presentes estas advertencias, en 1999, la evolución de los precios de los bonos a diez años indicados con la inflación emitidos por el Tesoro francés proporcionó alguna indicación de que tanto las mejores expectativas de crecimiento, como los cambios en las expectativas inflacionistas pueden haber desempeñado un papel importante en la determinación de las variaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo en el

#### Tasa de inflación “implícita” calculada para el IPC francés (excluidos los precios del tabaco)

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con la inflación que vencen en el año 2009. El rendimiento nominal de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses de renta fija que vencen también en el año 2009.



curso del año. Entre finales de 1998 y finales de 1999, el tipo de interés real de los bonos franceses a diez años indicados con la inflación aumentó 50 puntos básicos aproximadamente. Al mismo tiempo, la tasa de inflación “implícita” a diez años ascendió aproximadamente 110 puntos básicos respecto a los niveles extraordinariamente bajos observados a principios de 1999, cuando se percibía que los riesgos para la estabilidad de precios eran fundamentalmente a la baja (véase el gráfico anterior).

Cabe señalar que el aumento del rendimiento real y el incremento de la tasa de inflación “implícita” registrados en el curso de 1999 se produjeron en períodos diferentes. Mientras que la tasa de inflación “implícita” ascendió de forma constante en el segundo trimestre, estabilizándose después de junio, el tipo de interés real se elevó, principalmente, en la segunda mitad del año. Esto parece indicar que el incremento del rendimiento nominal de los bonos de la zona del euro pudo atribuirse, inicialmente, más a un aumento de las expectativas inflacionistas respecto a unos niveles excepcionalmente bajos, que a un incremento de los tipos reales. Sin embargo, el hecho de que se deshicieran las posiciones de cartera en activos más seguros, tomadas a lo largo de 1998, y provenientes de posiciones en mercados emergentes, puede ser también un factor explicativo de parte del aumento de los tipos de interés a largo plazo registrado en la primera mitad de 1999, puesto que pudo haber reducido artificialmente las tasas de inflación “implícitas” que predominaron en los primeros meses de 1999. El efecto de contagio de la trayectoria ascendente de los rendimientos de los bonos en Estados Unidos puede también haber influido, en ocasiones, en el aumento de las tasas de inflación “implícita” durante la primera mitad de 1999. Posteriormente, a medida que iban apareciendo más señales de recuperación económica, el incremento del rendimiento nominal de los bonos se relacionó principalmente con el aumento de los tipos de interés reales a largo plazo, mientras que la tasa de inflación “implícita” se mantuvo estable.

financieras del año anterior. En aquel momento, la evolución de los precios de los bonos franceses indicados con la inflación parecía estar en consonancia con los factores inductores del ascenso del rendimiento nominal de los bonos (véase recuadro 2). Por otra parte, tal como ocurrió en Estados Unidos, un incremento significativo del volumen de emisión de bonos de empresas en la zona del euro puede haber ejercido presiones alcistas sobre los rendimientos de los títulos a largo plazo. Sin embargo, el aumento del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro observado en mayo y en la primera mitad de junio de 1999 fue mucho menos pronunciado que el registrado en Estados Unidos, reflejando diferencias en las situaciones cíclicas, que condujeron a una notable ampliación del diferencial de tipos de interés a largo plazo frente a Estados Unidos, hasta alcanzar un máximo de casi 160 puntos básicos a mediados de junio. Posteriormente, a medida que iban apareciendo indicios crecientes de recuperación económica en la zona del euro, el diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo y los rendimientos de activos similares

en la zona del euro se estrechó rápidamente (véase gráfico 6(b)).

Hasta finales de octubre de 1999, el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro siguió manteniendo una trayectoria alcista. A partir de finales de octubre, el aumento de las expectativas de los mercados de capitales relativas a una elevación de los tipos de interés por parte del BCE, en un contexto de señales crecientes de presiones alcistas sobre los precios, y la decisión en este sentido tomada el 4 de noviembre originaron, de forma transitoria, un acusado descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo. Este descenso pareció indicar que, como consecuencia de dicha decisión, los participantes en el mercado habían revisado a la baja sus expectativas de inflación a largo plazo y reducido la magnitud de la prima de riesgo de inflación exigida para la tenencia de bonos denominados en euros. Sin embargo, durante el resto de 1999, el rendimiento de los bonos de la zona del euro volvió a elevarse, en respuesta, por una parte, a la trayectoria ascendente del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo y, por otra, a unas noticias más favorables respecto a las

## Gráfico 7

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

(1 enero 1999 = 100; datos diarios)



Fuente: Reuters

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

perspectivas económicas de la zona del euro. Como consecuencia de un aumento más pronunciado del rendimiento de los bonos estadounidenses, el diferencial del rendimiento frente a Estados Unidos empezó a ampliarse nuevamente en noviembre y diciembre.

La evolución descrita se reflejó, asimismo, en la curva de rendimientos de la zona del euro a lo largo de 1999. Entre el primer y el último día de negociación de 1999, la pendiente de dicha curva, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años de la zona del euro y el tipo de interés EURIBOR a tres meses, creció alrededor de 140 puntos básicos, alcanzando los 215 puntos básicos. La mayor parte de este incremento se produjo en los nueve primeros meses de 1999. Puesto que la pendiente de la curva de rendimientos normalmente aumenta cuando es anticipado un repunte del ritmo de la actividad económica, el aumento observado en la curva de rendimientos de la zona del euro en 1999 pareció reflejar, principalmente, el creciente optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas futuras, y un aumento de las expectativas de infla-

ción desde los niveles muy reducidos que predominaron en los comienzos de 1999. Sin embargo, la evolución general de la curva de rendimientos debe interpretarse con cautela, ya que otros factores, como la reversión de las posiciones de cartera de activos considerados como más seguros y el efecto “contagio” provocado por los mercados de bonos estadounidenses pueden haber incidido también en el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro en 1999.

En la primera mitad de enero de 2000, el rendimiento de los bonos de la zona del euro experimentó ligeros aumentos, como consecuencia, principalmente, del contagio de los mercados de bonos estadounidenses, en los que los rendimientos se elevaron de forma significativa. Posteriormente, el rendimiento de los bonos de la zona del euro se mantuvo, en general, estable durante el resto del mes de enero y durante el mes siguiente. Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y los de la zona del euro mostró cierta volatilidad y no exhibió ninguna tendencia clara a principios del año 2000.

### **Acusado aumento de las cotizaciones bursátiles a nivel internacional**

En 1999, las cotizaciones bursátiles en las economías industrializadas registraron fuertes aumentos, continuando la tendencia alcista observada en años anteriores (véase gráfico 7). En la zona del euro tuvo lugar un ascenso muy importante, a finales de diciembre de 1999, el índice *Dow Jones EURO STOXX* se situó un 40% por encima de los niveles alcanzados a finales de 1998. En Estados Unidos, a finales de diciembre de 1999, el índice *Standard and Poor's 500* superaba en un 19% los niveles registrados a finales de 1998, mientras que, en Japón, el índice *Nikkei 225* experimentó un notable avance, con una subida del 37%. El principal factor que puede explicar la evolución observada en 1999 en los mercados de renta variable internacionales parece haber sido la mejor valoración de las perspectivas futuras de crecimiento mundial por parte de los mercados.

A lo largo de la mayor parte de 1999, la evolución de los mercados de renta variable internacionales proporcionó un entorno favorable para las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. El ascenso de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos parece haberse debido, principalmente, a las favorables expectativas de crecimiento futuro de los beneficios empresariales, asociadas al intenso ritmo de actividad económica registrado por este país. En particular, el optimismo respecto a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las empresas de alta tecnología desempeñó un importante papel. En este contexto, el Índice *Nasdaq* compuesto, que incorpora una alta proporción de valores del sector tecnológico, aumentó un 86% en 1999.

En Japón, las cotizaciones bursátiles parecieron beneficiarse del mayor optimismo respecto a las perspectivas de crecimiento futuro de los beneficios empresariales, asociado a una recuperación de la economía japonesa, especialmente durante la primera mitad de 1999, para pasar luego a estabilizarse en la segunda mitad del año. Al mismo

tiempo, el aumento de las cotizaciones bursátiles japonesas parece haber sido propiciado, por un lado, por el descenso del rendimiento de la deuda pública japonesa a largo plazo y, por otro, por la depreciación del yen frente al dólar durante la primera mitad de 1999, que influyó especialmente en las cotizaciones bursátiles de las empresas orientadas hacia la exportación.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se mantuvieron relativamente moderadas en los primeros meses de 1999, reflejando la lentitud de la recuperación económica en la zona del euro. Posteriormente, a medida que empezaban a mejorar las expectativas acerca del ritmo futuro de la actividad económica, las cotizaciones bursátiles de la zona comenzaron a ascender. Cabe destacar la resistencia a dicho ascenso mientras que se registraban paralelamente aumentos de los rendimientos de los bonos a largo plazo en la zona del euro; posiblemente debido a unas expectativas muy arraigadas sobre los beneficios empresariales y el crecimiento de los dividendos en la zona. Inicialmente, la mejora en las cotizaciones bursátiles fue más visible en los valores de empresas con mayor grado de riesgo frente al exterior que en los de las de empresas más orientadas hacia el mercado interno. Así se reflejó en el comportamiento más dinámico registrado por el índice *Dow Jones EURO STOXX 50*, compuesto por grandes empresas, respecto al del índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio, dado que las grandes empresas tienden a estar sujetas a un mayor riesgo frente al entorno económico exterior.

En la segunda mitad de 1999, al aumentar el optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de la demanda interna, al tiempo que mejoraban la confianza empresarial y de los consumidores, el ascenso de las cotizaciones bursátiles se generalizó en los diferentes sectores de la economía. Hacia finales del año y, en particular, a partir de la segunda mitad de octubre, se produjeron unos incrementos relativamente acusados de las cotizaciones bursátiles en los sectores de tecnología y telecomunicaciones. En estos sectores, a finales de 1999, las coti-

zaciones bursátiles habían crecido un 134% y un 105%, respectivamente, en comparación con los niveles observados a finales de 1998, lo que contribuyó de manera significativa al aumento de los índices agregados de la zona del euro. El ascenso registrado en los sectores de tecnología y telecomunicaciones pareció estar relacionado, por una parte, con unas favorables perspectivas de crecimiento de los beneficios, tras las reestructuraciones, adquisiciones y fusiones de empresas que se produjeron en estos sectores y, por otra, con una fuerte expansión de las actividades realizadas a través de *Internet*.

En el período comprendido entre fin de 1999 y el 7 de marzo de 2000, se observaron com-

portamientos dispares en las bolsas internacionales. Mientras que las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos descendieron un 8%, según el índice *Standard and Poor's 500*, un 8%, en Japón el índice *Nikkei 225* aumentó un 5% y en la zona del euro, el *Dow Jones EURO STOXX* creció un 11%. Siguiendo la tendencia que se hizo patente en los últimos meses de 1999, las cotizaciones del sector tecnológico de la zona del euro ascendieron un 36% a lo largo de este período, lo que supuso una notable contribución al incremento general de los índices bursátiles. De modo similar, las cotizaciones de los valores tecnológicos en Estados Unidos mostraron también aumentos considerables, de forma que el índice *Nasdaq* compuesto subió un 19%.

### 3 Evolución de los precios

#### ***Tendencia alcista de la inflación medida por el IAPC en 1999, debido principalmente al aumento de los precios del petróleo***

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se incrementó un 1,1% en el promedio de 1999, una tasa similar a la registrada en 1998 (véase cuadro 1). Sin embargo, esta similitud oculta un acusado contraste entre la evolución seguida por el IAPC a lo largo de 1999 y la observada en 1998. Así, frente al descenso experimentado en 1998, la tasa de inflación mantuvo una trayectoria básicamente ascendente a lo largo de 1999 (véase gráfico 8). Esta tendencia al alza fue consecuencia, principalmente, de factores externos a la zona del euro y, en particular, de la evolución del precio del petróleo en los mercados mundiales. Por el contrario, las presiones inflacionistas internas permanecieron relativamente moderadas en 1999. En diciembre de este año, la tasa de variación interanual del IAPC general se situó en el 1,7%, frente al 0,8% registrado en diciembre de 1998, observándose un incremento adicional en enero del año 2000, mes en el que la tasa de inflación alcanzó el 2,0%, como consecuencia, principalmente, del persistente aumento de los precios del petróleo.

En el transcurso de 1999, los precios del petróleo se incrementaron desde un promedio de 10,3 euros por barril, en el primer trimestre, hasta 23 euros por barril, en el cuarto trimestre, reflejando una recuperación gradual, pero significativa, del precio del petróleo en los mercados mundiales, así como una depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. Este aumento, que invirtió el proceso de disminución continuada observado en 1998, se transmitió rápidamente al componente energético del IAPC. En diciembre de 1999, los precios energéticos, que incluyen un importante componente impositivo, habían registrado un incremento del 10%, en relación con el mismo mes del año anterior, que se concentró, principalmente, en los precios de los combustibles líquidos. Otros componentes energéticos mostraron un patrón de crecimiento más estable o estuvieron sometidos a presiones bajistas, asociadas a los procesos de desregulación, como es el caso de los precios de la electricidad en algunos países de la zona del euro. Además la subida de los precios del petróleo se vio contrarrestada, en cierta medida, por la presión a la baja procedente de otros precios. En particular, la contribución de los precios de los alimentos no elaborados a la tasa de variación de

## Cuadro I

### Evolución de precios y costes en la zona del euro

tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000	2000
				I	II	III	IV	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb
<b>Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	.
<i>del cual</i>													
Bienes	1,2	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,1	1,3	1,5	1,9	2,2	.
Alimentos	1,4	1,6	0,5	1,3	0,6	-0,2	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	.
Alimentos elaborados	1,4	1,4	0,9	1,2	0,8	0,7	0,9	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	.
Alimentos no elaborados	1,4	2,0	0,0	1,4	0,3	-1,4	-0,3	-1,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	.
Bienes industriales	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,6	3,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	.
Energía	2,8	-2,6	2,2	-3,9	0,5	4,6	7,8	6,1	6,3	7,2	10,0	12,0	.
Servicios	2,3	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales <sup>1)</sup>	1,1	-0,8	0,0	-2,6	-1,3	0,7	3,1	1,4	2,2	3,1	4,1	5,0	.
Costes laborales unitarios <sup>2)</sup>	0,7	0,0	.	1,6	1,6	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>	1,7	1,5	.	0,1	0,5	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado <sup>2)</sup>	2,4	1,5	.	1,7	2,0	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora <sup>3)</sup>	2,5	1,7	.	2,0	2,0	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) <sup>4)</sup>	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9	27,6
Precios materias primas <sup>5)</sup>	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4	20,0

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

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

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

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

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

los precios de consumo fue sustancialmente negativa.

#### La inflación subyacente fue más reducida

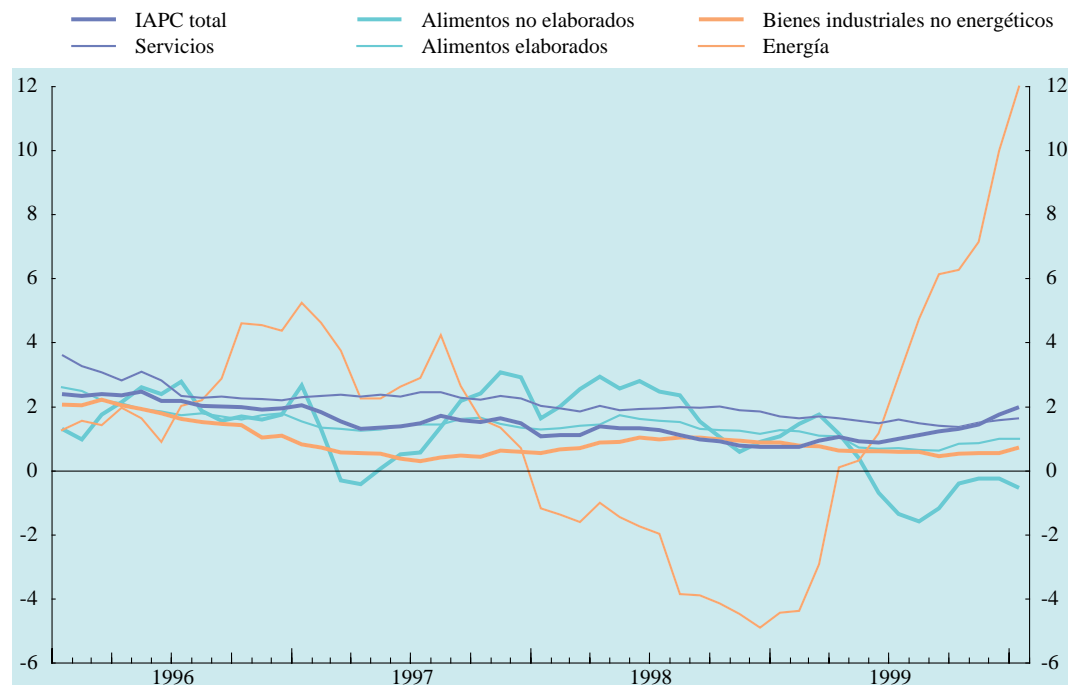
Aparte de los componentes comparativamente más variables descritos anteriormente, los restantes precios de consumo mostraron una evolución mucho más moderada en 1999. La tasa de variación del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, descendió hasta el 1,0%, frente al 1,4% registrado, como promedio, en 1998. Esta evolución fue consecuencia de la pronunciada disminución en las tasas de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados, de los servicios y de los bienes

industriales no energéticos. En el caso de este último componente del IAPC, la repercusión de la subida de los precios de producción industrial fue relativamente limitada en 1999. La evolución de los precios de producción, a su vez, reflejó principalmente subidas en los precios del petróleo y otras materias primas, y en el caso de estas últimas la subida fue resultado, sobre todo, de la depreciación del euro en términos efectivos nominales. En comparación con el incremento medio del 0,9% observado en 1998, los precios de los bienes industriales no energéticos habían subido un 0,5%, en términos interanuales, en diciembre de 1999. De forma similar, la tasa de variación de los precios de los servicios continuó siendo moderada a lo largo del año, hasta situarse en el 1,6% en diciembre de

## Gráfico 8

### IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanual: datos mensuales)



Fuente: Eurostat

1999, es decir, 0,3% puntos porcentuales por debajo del incremento medio registrado en 1998. Este comportamiento reflejó un crecimiento ligeramente más elevado, aunque todavía moderado, de los costes laborales en la zona del euro (como se analiza a continuación), así como las presiones bajistas sobre los márgenes de beneficios que se produjeron en algunos sectores, en particular en el de telecomunicaciones, como consecuencia de los procesos de liberalización de los mercados. (Véase el recuadro 3 para una descripción más detallada de estos efectos).

#### **Repunte en los costes laborales unitarios aunque el crecimiento de los salarios continuó siendo moderado**

Se estima que los costes laborales unitarios subieron un 1,6%, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 1999, en contraste con el año anterior, en el que registraron un incremento nulo, en promedio (véase cuadro 1). La subida del segundo trimestre se

debió, principalmente, a un menor aumento de la productividad, asociado a la desaceleración de la actividad en la zona del euro registrada a lo largo de 1998 y, también, a un ligero incremento de la remuneración por asalariado. Adicionalmente, la tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora experimentó una ligera subida, situándose en el 2,4% en el tercer trimestre. Frente a esta evolución, el mayor aumento de la productividad, asociado al progresivo fortalecimiento de la actividad económica, permitió una desaceleración de los costes laborales unitarios en el tercer trimestre, hasta una tasa interanual del 0,7%. Se estima que los márgenes de beneficios se estrecharon ligeramente en 1999 con respecto a 1998. Esta evolución se explica, por un lado, por el mencionado incremento de los costes laborales unitarios y, por otro, por la subida de los precios de la energía y de las materias primas distintas del petróleo (como ha quedado recogido, por ejemplo, por el precio de los bienes intermedios). Tal como se señalaba anteriormente, en algunos sectores, el

### Recuadro 3

#### Los efectos de la desregulación de los mercados sobre los precios de consumo

En algunos sectores de la economía de la zona del euro, se han realizado esfuerzos continuados para liberalizar los mercados, con objeto de asegurar que las empresas actúen según criterios de mercado y en un entorno competitivo. Se considera que estos procesos, que promueven una utilización más eficiente de los recursos, contribuyen de manera positiva al bienestar económico general. En muchos casos, los procesos de liberalización pueden dar lugar a presiones bajistas sobre los precios y los márgenes de beneficios. La liberalización de los mercados ha continuado en 1999 y ha venido acompañada de nuevos descensos en los precios de algunos bienes y, en especial, de algunos servicios, si bien es difícil distinguir claramente entre la incidencia sobre los precios de la liberalización y la de otros factores, como los cambios tecnológicos.

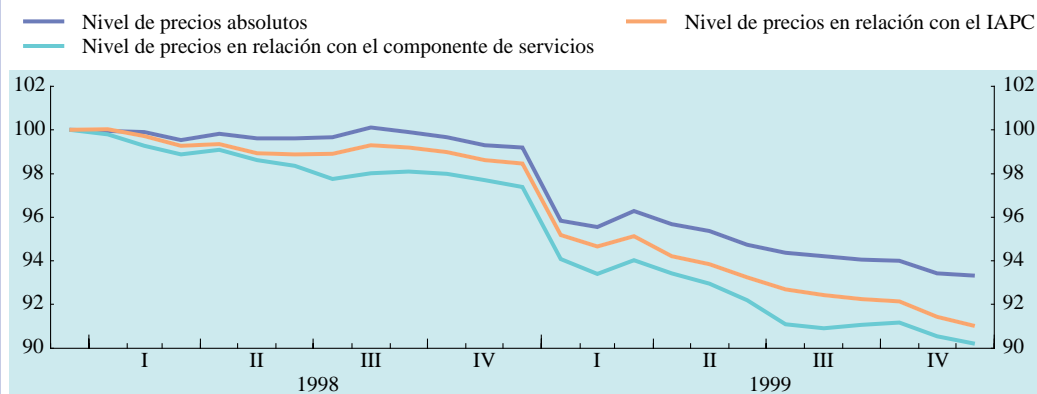
El mercado de telecomunicaciones constituye el ejemplo más destacado de la la magnitud del efecto de una mayor competencia sobre los precios de consumo. Aunque algunos países de la UE empezaron a liberalizar dichos mercados en los años ochenta, este proceso se aceleró en el curso de los años noventa, coincidiendo con una rápida innovación tecnológica. En principio, la mayor parte de los mercados de telecomunicaciones de la UE se abrieron completamente a la competencia el 1 de enero de 1998, en cumplimiento de diversas Directivas del Consejo Europeo.

#### Nuevos descensos significativos de precios en el sector de las telecomunicaciones en 1999

El continuo aumento de la competencia se reflejó en los precios de consumo, medidos por el componente de equipos y servicios de telefonía, telégrafo y fax del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). En los dos años transcurridos entre diciembre de 1997 y el mismo mes de 1999, este componente experimentó un descenso ligeramente superior al 7,1%, en términos absolutos. En la medida en que requiere tiempo incluir a nuevos operadores en el índice, el IAPC puede no estar reflejando la verdadera magnitud de la reducción de los precios. La caída ha sido aún más pronunciada cuando se compara con la evolución del IAPC general, y con el componente de servicios (véase el gráfico anterior). Es más, parece que la competencia se intensificó en la zona del euro en 1999 y que, en consecuencia, los precios bajaron de forma particularmente notable. Se produjeron reducciones significativas de los precios en Alemania, Países Bajos, Irlanda y Luxemburgo. En Finlandia, donde el proceso de liberalización empezó mucho antes, los últimos descensos de los precios han sido menos acusados. En otros países de la zona del euro, los beneficios reportados por la mayor competencia se están trasladando de forma más gradual a los consumidores, mediante reducciones escalonadas de los precios o a través de “precios máximos” establecidos por las autoridades nacionales competentes.

#### Equipos y servicios telefónicos y de telefax

(índice: diciembre 1997 = 100; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Es probable que los descensos relativos de precios mencionados anteriormente hayan estimulado un aumento de la demanda de equipos y servicios de telecomunicaciones. En el sector de las telecomunicaciones es importante asimismo advertir que la innovación tecnológica ha sido otro de los motores que ha impulsado la citada evolución de los precios. Un buen ejemplo de ello es la mayor disponibilidad de tecnología de telefonía móvil de bajo coste y alta calidad. Sin embargo, el papel de la innovación tecnológica no puede separarse completamente del proceso de liberalización de los mercados, dado que la mayor competencia puede haber reforzado los incentivos para que las empresas innoven e inviertan en investigación y desarrollo. Por otra parte, en 1999 aumentaron las fusiones en el sector, lo que, de redundar en ganancias adicionales de eficiencia, podría dar lugar a nuevas reducciones de precios.

### **Alguna evidencia de que el proceso de liberalización empezó a consolidarse en el sector de la energía en 1999**

Si bien el proceso de liberalización en el sector europeo de la energía está más retrasado que en las telecomunicaciones, a finales de 1999 había ya alguna evidencia de que estaba empezando a consolidarse en algunos países de la zona del euro, favorecido por diversas iniciativas adoptadas en la UE con vistas a establecer un mercado interno para el suministro de energía. La Directiva sobre el mercado de la electricidad de 1996 y la Directiva sobre el mercado del gas de 1998 fueron diseñadas con vistas a garantizar que las empresas de estos sectores puedan operar con criterios de mercado y en un entorno abierto a la competencia. La fecha límite establecida para la aplicación de la Directiva sobre el mercado de la electricidad es el 19 de febrero de 1999, si bien se han concedido períodos transitorios de un año, a Irlanda y Bélgica, y de dos años, a Grecia. La Directiva exige una liberalización inicial de en torno al 25% del mercado, proporción que aumentará hasta alrededor de un tercio en el 2003. Sin embargo, algunos países de la zona del euro han superado ya estos requisitos. La fecha límite para la aplicación de la Directiva sobre el mercado del gas en los Estados miembros de la UE es el 10 de agosto del año 2000. De conformidad con esta Directiva, al menos el 28% de los mercados deberá haberse liberalizado en el año 2003, alcanzándose el 33% en 2008.

De momento, es difícil detectar señales claras de fuertes presiones bajistas sobre los precios o los márgenes de beneficios en los mercados de la energía de la zona del euro. Ello se debe, en parte, a que el proceso de liberalización de los mercados de la energía no ha hecho más que empezar en la mayor parte de los países de la zona. La evolución de los precios en este sector puede estar influida también, de forma importante, por otros factores, como son las variaciones en los precios de los principales combustibles, las normas oficiales o los impuestos sobre la energía. No obstante, la disparidad que se observa en los precios de la electricidad en la zona del euro parece indicar que existe un amplio margen para reducir los precios. De hecho, hacia finales de 1999, los precios de la electricidad empezaron a bajar en algunos países, especialmente en Alemania. La caída de los precios no ha sido solo consecuencia de la competencia efectiva. En algunos países, que abrieron sus mercados solo de forma parcial, los precios de consumo se redujeron en previsión de los cambios en las condiciones de la oferta y de la demanda que aportará la futura liberalización total del mercado.

Aunque los efectos de la desregulación y del aumento de la competencia han sido particularmente evidentes en los sectores de las telecomunicaciones y electricidad, es probable que en los próximos años, estos efectos se observen también, en otros sectores, como el mercado del gas y el sector de transportes.

aumento de la competencia puede haber sido también un factor disuasorio para las empresas a la hora de trasladar el incremento del

precio de los consumos intermedios a los precios de consumo.



## 4 Evolución del producto, la demanda y el mercado de trabajo

### Progresivo repunte del crecimiento del PIB real a lo largo de 1999

La actividad económica en la zona del euro se caracterizó, en 1999, por un progresivo repunte del crecimiento del producto, tras la desaceleración registrada a lo largo de 1998. Desde la perspectiva actual, los efectos adversos de la crisis de las economías con mercados emergentes en el crecimiento de la actividad económica en la zona del euro parecen haber sido más bien breves y limitados. Como consecuencia de la mejora experimentada a lo largo del año en las perspectivas de crecimiento, la mayoría de las previsiones de otoño relativas al crecimiento del PIB real en 1999 y 2000 se revisaron ligeramente al alza, con respecto a las efectuadas en la primavera anterior.

Según estimaciones de Eurostat para la zona del euro, el crecimiento del PIB real para el conjunto del año 1999 se situó en el 2,2%, claramente por debajo de la tasa del 2,8% correspondiente al año anterior (véase cuadro 2). Sin embargo, dicha tasa oculta una

aceleración del crecimiento anual entre el primer y el segundo semestre de 1999, del 1,7% al 2,7%, respectivamente. Así pues, el ritmo de expansión económica se ha recuperado con bastante rapidez, hasta alcanzar un nivel que se considera sostenible en el medio plazo (entre el 2% y el 2,5%). Se espera que el fuerte dinamismo de la segunda mitad del año pasado, reflejado en un crecimiento intertrimestral del PIB real de alrededor del 1%, continúe en el 2000. En lo que se refiere a cada uno de los Estados miembros, la evolución del crecimiento en 1999 ha mostrado ciertas divergencias, si bien las previsiones apuntan a una reducción de las diferencias en el año 2000 (véase recuadro 4).

En 1999 la introducción del nuevo Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) se añadió a la incertidumbre que habitualmente afecta a las estimaciones del PIB. Dicha introducción supuso, en sí misma, una clara mejora en términos de metodología, comparabilidad, frecuencia y puntualidad en la disponibilidad de los datos, pero su puesta en práctica estuvo asociada a retrasos imprevistos, y los

### Cuadro 2

#### Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	1997	1998	1999	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV
Producto interior bruto real	2,3	2,8	2,2	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9
<i>del cual:</i>													
Demanda interna	1,7	3,4	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	0,8	0,9	0,4	0,6	1,1
Consumo privado	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,6	0,6	0,7	0,3	0,7	0,8
Consumo público	0,7	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	0,2	0,3
Formación bruta de capital fijo	2,2	4,4	4,5	3,8	3,6	5,1	4,8	4,6	0,6	1,6	0,7	1,7	0,5
Variación de existencias <sup>3) 4)</sup>	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,6	-0,5	-0,5	-1,1	-1,0	-0,9	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,4	-0,1
Exportaciones <sup>5)</sup>	10,1	6,7	3,9	2,0	0,7	2,1	5,2	7,7	-0,9	0,4	2,4	3,3	1,4
Importaciones <sup>5)</sup>	8,7	9,1	5,7	5,6	4,0	5,0	6,4	7,5	0,7	1,4	2,1	2,1	1,8

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

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

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

4) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

#### Recuadro 4

#### Divergencias de crecimiento y de inflación en la zona del euro

En 1999 se registraron diferencias significativas, tanto en las tasas de crecimiento del PIB como en las de inflación entre los distintos países de la zona del euro (véase el cuadro siguiente). Si bien es de esperar que tanto los diferenciales de inflación como los de crecimiento se reduzcan algo durante los dos próximos años, de acuerdo con las previsiones disponibles de los principales organismos internacionales, tales como las de la Comisión Europea, no hay motivo para suponer que dichas diferencias vayan a desaparecer por completo en el futuro, a la vista de la evidencia proporcionada por otras áreas monetarias únicas, como la de Estados Unidos.

#### Crecimiento del PIB real y del IAPC en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
<b>PIB real</b>											
1998	2,7	2,2	4,0	3,2	8,9	1,5	5,0	3,7	2,9	3,8	5,0
1999	2,3	1,5	3,7	2,7	9,4	1,4	5,0	3,5	2,2	2,9	3,5
<b>IAPC</b>											
1998	0,9	0,6	1,8	0,7	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	1,4
1999	1,1	0,6	2,2	0,6	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	1,3

Fuentes: Eurostat y datos nacionales.

En cuanto a la evolución reciente del PIB real, se estima que, en 1999, las tasas más altas de crecimiento se registraron en Irlanda (9,4%) y Luxemburgo (5%), así como en España (3,7%), Finlandia y Países Bajos (3,5% en ambos). También en Portugal (2,9%) y Francia (2,7%) el crecimiento superó, aunque en menor medida, al experimentado por el conjunto de la zona. Por el contrario, en Italia (1,4%) y Alemania (1,5%), el crecimiento fue significativamente inferior al de la zona del euro en su conjunto. De hecho, las divergencias de crecimiento entre los países (medidas por la desviación típica sin ponderar) disminuyeron en 1999, ya que, aunque el crecimiento se ralentizó en la mayoría de los países de la zona del euro, la desaceleración fue, en general, más pronunciada en aquellos países que habían crecido con mayor rapidez en 1998. Se espera que en los próximos años tenga lugar una cierta reducción del crecimiento de la demanda interna en el grupo de las economías en más rápida expansión y, asimismo, una mayor convergencia de las tasas de crecimiento, debido a la recuperación observada, a partir de la segunda mitad de 1999, en aquellos países que han venido creciendo a un ritmo más lento.

Debe tenerse en cuenta que las diferencias en las tasas de crecimiento entre los países de la zona reflejan distintas tendencias tanto a largo plazo como divergencias cíclicas (véase el artículo titulado "Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro", en el *Boletín mensual* del BCE de julio de 1999). Concretamente, se han registrado tasas de crecimiento más elevadas en algunos países que se encuentran inmersos en un proceso de convergencia real con los países más avanzados de la zona. Las diferencias en las tasas de crecimiento pueden deberse también a los avances realizados en la introducción de reformas estructurales. Sin embargo, en otros casos, los países pueden encontrarse en fases distintas del ciclo económico o haber reaccionado con diferente intensidad a la ralentización registrada en el contexto económico internacional, en el período 1997-98. Desde una perspectiva a más largo plazo, la magnitud de las divergencias recientes parece haber sido similar a la de las observadas en el pasado.

Las diferencias en las tasas de inflación han sido menos marcadas y el rango existente de tasas de inflación se ha reducido considerablemente, en comparación con el observado anteriormente en la década. En Irlanda, los precios de consumo, medidos por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), subieron un 2,5% en 1999; en España y Portugal, el IAPC aumentó un 2,2% y en los Países Bajos, un 2%. Los incrementos meno-

res se registraron en Austria (0,5%) y en Alemania y Francia (0,6%). De cara al futuro, puede esperarse una mayor convergencia de las tasas de inflación. En el *Boletín mensual* del BCE de octubre de 1999 se analizaron los diferenciales de inflación en la zona del euro (véase el artículo titulado “Diferenciales de inflación en una unión monetaria”). Hay diversas razones por las que la evolución de los precios puede diferir entre países: las variaciones en la ponderación asignada a los distintos componentes en la elaboración de los IAPC nacionales; un proceso de convergencia de precios (como consecuencia de la unión monetaria y de la creciente transparencia de precios); los efectos derivados de los procesos de convergencia real de algunos países hacia los países más avanzados de la zona. Las divergencias en la evolución de los precios pueden ser también consecuencia de las divergencias cíclicas existentes, que conllevan grados diferentes de presión de la demanda y de los salarios. Asimismo, las diferencias en el grado de flexibilidad de los mercados de bienes y de trabajo nacionales pueden intensificar los contrastes entre las situaciones inflacionistas de los distintos países. La experiencia de Estados Unidos confirma la existencia de diferenciales de inflación dentro de una unión monetaria y muestra que los que se han observado recientemente entre los países de la zona del euro tampoco son inusualmente grandes.

Como se ha mencionado anteriormente, los cambios estructurales, incluidos los relacionados con la introducción del euro, pueden llevar en el futuro a una evolución distinta de los diferenciales de crecimiento e inflación entre los países de la zona del euro. El BCE efectúa un estrecho seguimiento de la evolución de las diferencias entre los países, para conocer si las mismas persisten o se amplían. Sin embargo, la política monetaria del Eurosistema se basa en la evolución del conjunto de la zona del euro. En la medida en que las circunstancias requirieran una respuesta de política económica, esta correspondería a otros instrumentos de política económica pertenecientes al ámbito nacional, al igual que hasta ahora se ha respondido a la evolución de las distintas regiones por medio de políticas distintas de la política monetaria. Se ha debatido ampliamente sobre la movilidad laboral relativamente reducida en la zona del euro (y dentro de cada uno de los países), por lo que difícilmente se convertirá en un mecanismo de ajuste relevante. Es importante, por lo tanto, aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo. La política fiscal puede tener también un papel a la hora de contrarrestar las perturbaciones específicas de cada país. Sin embargo, ello solo será posible tras el logro de unos márgenes de seguridad suficientes, en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En conjunto, las divergencias en la evolución económica de los países de la zona del euro ponen de manifiesto la necesidad de reformas estructurales en los mercados de bienes y de trabajo, y de que se lleve a cabo un saneamiento presupuestario.

datos publicados durante 1999 incluyeron, en algunos casos, revisiones mayores que las esperadas. Dada la experiencia relativamente limitada en cuanto a la recopilación de datos según la metodología del nuevo SEC 95, es posible que, en el futuro, también se sigan produciendo revisiones relacionadas con la introducción de dicho sistema. Por ello, hay que ser cautos a la hora de interpretar los datos más recientes sobre el PIB.

***Demanda interna bastante vigorosa y dinamismo general de la demanda impulsada por las exportaciones netas***

En lo que se refiere a los principales componentes del PIB, la evolución del crecimiento en 1999 se caracterizó por dos rasgos funda-

mentales. En primer lugar, el sólido crecimiento de la demanda interna final permitió que la ralentización de la actividad, experimentada entre 1998 y 1999, fuese finalmente menos pronunciada que la que se produjo entre 1995 y 1996. En segundo lugar, al igual que el retroceso cíclico de finales de 1998 se había debido a un deterioro de las oportunidades de exportación a terceros países, la recuperación del crecimiento de la zona del euro en 1999 fue consecuencia, fundamentalmente, de una mejora de la evolución exterior. A lo largo del año, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB real se hizo crecientemente positiva mientras que la de las exportaciones netas también mostró tendencia a mejorar (véase gráfico 9).

Aunque las exportaciones netas contribuyeron a moderar el crecimiento en el conjunto

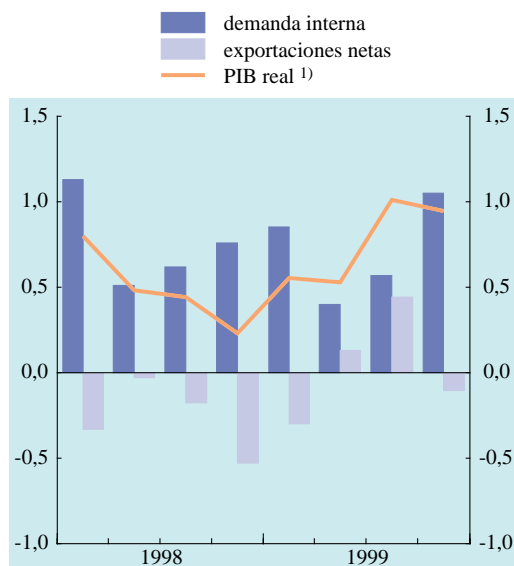
de 1999, con una aportación negativa al crecimiento del PIB de 0,5 puntos porcentuales, el análisis en términos intertrimestrales muestra que dicha aportación se tornó positiva en el segundo y en el tercer trimestres. Además de la estabilización y la recuperación gradual de la demanda exterior, esta mejora fue consecuencia también, en parte, de una ganancia en la competitividad medida por los precios. Aunque los efectos negativos sobre la actividad económica de la crisis de las economías con mercados emergentes se vieron reforzados por el elevado tipo de cambio del euro en la transición del año 1998 al año 1999, la depreciación experimentada por el euro hacia mediados de 1999 fue favorable para las exportaciones de la zona del euro. En consecuencia, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios registró una fuerte recuperación, superando el ritmo de crecimiento de las importaciones en el segundo y en el tercer trimestres del pasado año.

La demanda interna mantuvo una fortaleza considerable durante 1999, creciendo a una tasa interanual de alrededor del 3% en cada trimestre. Un crecimiento bastante sostenido del consumo privado explica, en gran medida, la fuerte expansión de la demanda. La confianza de los consumidores, que había alcanzado su máximo histórico a principios de 1999, se mantuvo muy por encima de su nivel medio de largo plazo durante todo el año. Este alto nivel de confianza y la correspondiente solidez del crecimiento del consumo fueron consecuencia del continuadamente elevado crecimiento del empleo y de un repunte en el crecimiento de los salarios reales, en un contexto de bajos tipos de interés reales y de estabilidad de precios. Además, el bajo nivel de los tipos de interés y el auge relativo de los mercados de valores y de la vivienda pueden haber sostenido el consumo de las familias al tiempo que contribuido al crecimiento del crédito. El consumo público aumentó solo moderadamente en 1999, reflejando la necesidad que subsiste en la mayoría de los Estados miembros de seguir saneando las finanzas públicas y el deseo de reducir el tamaño relativo del sector público en la economía.

## Gráfico 9

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

(contribuciones trimestrales, en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

En cuanto a los componentes de la inversión, en el conjunto de 1999 la acumulación de capital no parece haberse visto significativamente afectada por la desaceleración de la demanda total, esto es, de la demanda interna más las exportaciones. La formación bruta de capital fijo aumentó un 4,5% en 1999, es decir, a una tasa aproximadamente similar a la de 1998. Varios factores contribuyeron a este resultado. El hecho de que los efectos negativos de la demanda fueran de corta duración, como muestra la recuperación de la confianza industrial a partir del primer trimestre de 1999, parece haber limitado los efectos adversos sobre la inversión empresarial. En concreto, el nivel de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, indicador de las presiones de la demanda sobre la oferta, no cayó por debajo de su valor medio de largo plazo durante el año 1999, no mostrando, por tanto, síntomas de exceso de capacidad. Los bajos tipos de interés reales vigentes durante la mayor parte de 1998 constituyeron, probablemente, un incentivo importante para mantener el esfuerzo inversor no solo en el

ámbito empresarial, sino también en relación con la inversión residencial. En cuanto al otro componente de la inversión, la variación de existencias tuvo una pequeña contribución positiva al crecimiento del PIB en 1999. Sin embargo, dadas las incertidumbres estadísticas asociadas con la contabilización de la variación de existencias en las cuentas nacionales, la interpretación de la contribución de los inventarios presenta claras limitaciones. Asimismo, estas incertidumbres impiden evaluar con detalle otros efectos más específicos sobre el comportamiento de los inventarios en 1999, como los que supuestamente se relacionaron con el efecto 2000.

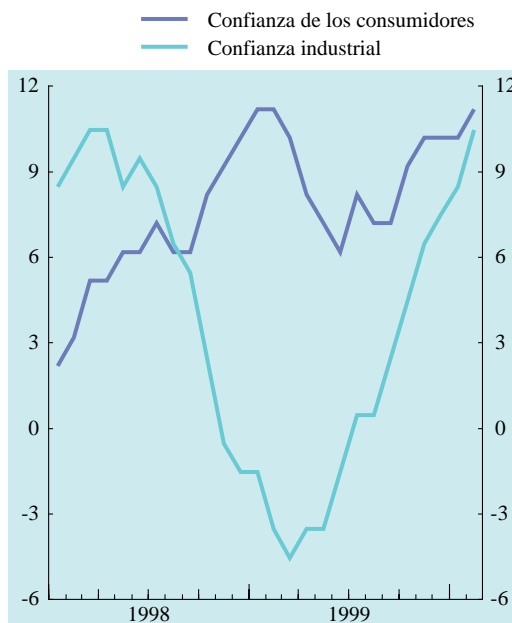
### Un comportamiento cíclico más pronunciado en el sector industrial

A nivel sectorial, tanto la desaceleración como la posterior recuperación del crecimiento de la actividad económica general se concentró, fundamentalmente, en el sector industrial, mientras que la evolución de la producción en el sector servicios parece haber sido más estable. Esto se debe a la mayor importancia relativa que tiene la demanda exterior para la producción del sector industrial, y la demanda interna para el sector servicios. Las diferencias sectoriales existentes en los patrones de crecimiento se

**Gráfico 10**

### Indicadores de confianza de la zona del euro

(porcentajes netos; datos mensuales; ajustados de desviaciones respecto a la media)



Fuente: Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media del período que comienza en enero de 1985.

vieron reflejadas en la distinta evolución que han mostrado la confianza industrial y la confianza de los consumidores (véase gráfico 10). El descenso de la confianza de los consu-

**Cuadro 3**

### Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación)

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	1997	1998	1999	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV
Total industria, excl. construcción	4,4	4,1	1,6	1,6	0,5	0,4	2,1	3,3	-0,2	0,2	0,5	1,4	1,1
Industria manufacturera	5,0	4,6	1,6	1,4	0,2	0,3	2,1	3,6	-0,8	0,5	0,6	1,8	0,8
<i>por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	5,4	3,7	1,5	0,3	-0,1	0,2	2,7	3,6	-0,2	0,4	0,7	1,5	1,0
Bienes de equipo	5,0	6,8	1,5	4,3	1,1	-0,3	1,3	3,6	0,0	-0,2	0,3	1,5	1,3
Bienes de consumo	2,7	3,1	1,7	1,3	1,1	1,2	2,0	2,5	-0,4	0,6	0,7	1,2	0,0
duraderos	2,8	6,4	2,3	4,6	1,9	2,8	2,3	2,4	0,3	-0,3	1,4	1,6	0,1
no duraderos	2,6	1,5	1,5	-0,3	0,8	0,1	2,3	2,6	0,2	0,4	0,3	1,0	0,4

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

1) Tasas interanuales: tasas de variación respecto al mismo período del año anterior calculadas con datos ajustados en función de las variaciones del número de días laborables.

2) Tasas intertrimestrales: tasas de variación respecto al trimestre anterior calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

midores desde el máximo alcanzado a comienzos de 1999 fue reducido y de corta duración, permaneciendo este indicador muy por encima de su nivel medio de largo plazo. Por su parte, la confianza industrial registró un descenso más prolongado, que se había iniciado a principios de 1998, y cayó por debajo de su nivel medio de largo plazo en la primera mitad de 1999. Ambos indicadores de confianza se recuperaron en lo que restaba de año, hasta casi alcanzar sus niveles máximos anteriores hacia finales de 1999.

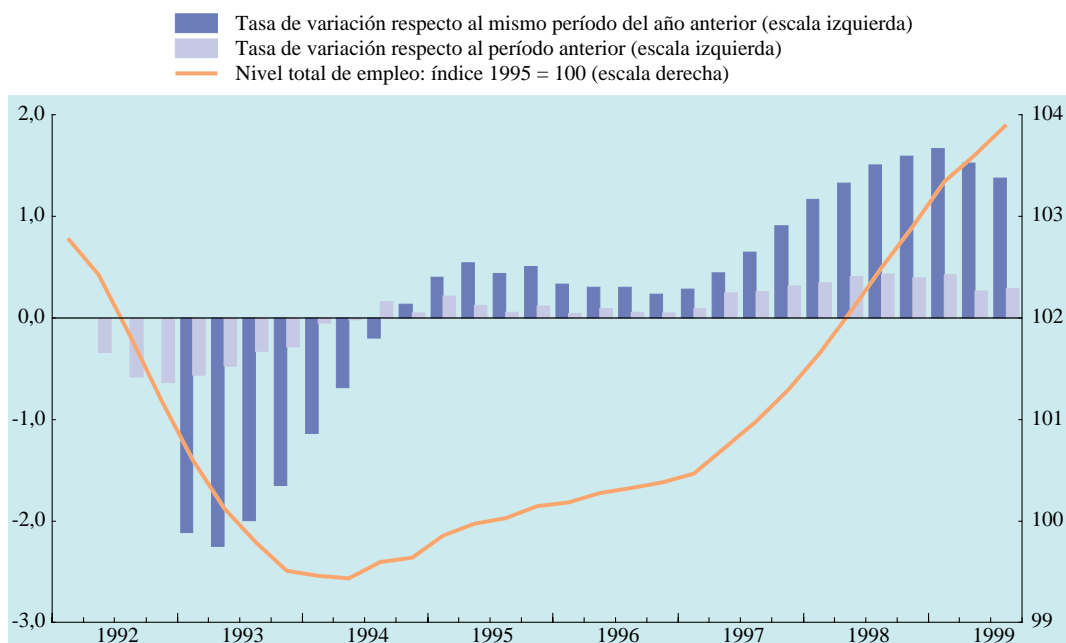
La producción industrial siguió disminuyendo hasta comienzos de 1999 y experimentó, posteriormente, un cambio de tendencia hacia tasas de crecimiento positivas. En el primer trimestre, la producción se situaba ya, por término medio, por encima del nivel alcanzado en el último trimestre del año 1998. Aunque el crecimiento de la producción empezó a acelerarse después del verano, el ritmo de expansión a finales del año era algo más lento que el observado durante períodos de recuperación anteriores. No

obstante, probablemente se efectúe una revisión al alza de los datos de producción correspondientes al cuarto trimestre de 1999, en consonancia con la información adicional disponible tras la publicación de los datos de producción correspondientes a diciembre de 1999. Teniendo esto en cuenta, en el conjunto de 1999, la producción industrial creció por debajo del 2% (véase cuadro 3). El crecimiento fue más intenso en el sector de bienes de consumo duradero, situándose en torno al 2,3% para el conjunto del año. Es probable que la producción en este sector se haya beneficiado de una serie de factores, aparte de la continuada fortaleza de la demanda de consumo en general. En concreto, la liberalización de los mercados de las telecomunicaciones y los avances en la tecnología de *Internet* han estimulado la producción de los bienes de equipo relacionados con estas actividades. En el sector de bienes de capital el cambio de tendencia se produjo algo más tarde que en otros sectores, y el crecimiento para el conjunto de 1999 se situó en el 1,5%. Por último, en las industrias

## Gráfico 11

### Empleo total en la zona del euro<sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados)



Fuentes: Datos nacionales (excluidos Bélgica e Irlanda) y estimaciones del BCE.

1) Los datos nacionales utilizados para el cálculo del indicador de la zona del euro se refieren, siempre que sea posible, al empleo total (asalariados y no asalariados) en todos los sectores de actividad excluidas las Fuerzas Armadas. En los Países Bajos, se refieren solamente a los asalariados.

de bienes intermedios, la recuperación comenzó algo antes que en otras actividades del sector manufacturero, pero evolucionó solo de forma gradual y el crecimiento de la producción no excedió el 1,5% en 1999.

En conjunto, el efecto negativo de los acontecimientos ocurridos en el entorno exterior sobre la actividad de la zona del euro fue limitado y de corta duración. La mejora de la actividad económica general a lo largo del año se debió, en su mayor parte, al aumento en el crecimiento de las exportaciones y, desde el punto de vista de la evolución sectorial, reflejó, fundamentalmente, la recuperación de la producción industrial. Esta recuperación y el crecimiento bastante sostenido de la demanda interna y de la producción del sector servicios podrían constituir la base de una expansión generalizada en el año 2000.

#### Crecimiento sostenido del empleo en 1999

Según los datos nacionales, se calcula que, en 1999, el empleo creció en la zona del euro a una tasa similar a la de 1998, esto es, un 1,4%. Aunque este incremento sugiere que la ralentización de la actividad económica que se produjo en torno a la transición del año 1998 a 1999 no afectó al crecimiento medio del empleo total, su impacto resulta evidente en el perfil trimestral del crecimiento. Este perfil muestra una ligera desaceleración en la tasa de crecimiento intertrimestral durante la pri-

mera mitad de 1999, que contrasta con la aceleración gradual que tuvo lugar el año anterior (véase gráfico 11).

El perfil de crecimiento del empleo total refleja, en gran medida, lo ocurrido en el sector industrial, en el que el empleo continuó disminuyendo en los dos primeros trimestres de 1999. La mayor variabilidad registrada por el empleo industrial fue debida al hecho de que este sector es mucho más sensible a la evolución internacional de lo que son otros sectores de la economía. En 1999 en su conjunto, el empleo disminuyó ligeramente en el sector industrial. Por lo tanto, puede concluirse que el impacto extraordinariamente limitado que tuvo la ralentización de la actividad económica sobre el crecimiento del empleo total en 1999, debe de haber sido consecuencia de la fortaleza sostenida del empleo en los demás sectores de la economía, especialmente en el sector servicios. La evolución del empleo en dicho sector, que es más intensivo en trabajo que el sector industrial, se ha beneficiado del crecimiento continuado de la demanda interna.

Otros factores que contribuyen también a explicar la evolución del empleo en la zona del euro en 1999 son, como se menciona en el epígrafe 3, la favorable evolución de los costes laborales, derivada del mantenimiento de la moderación salarial, así como los recortes en los costes laborales no salariales. Asimismo, las políticas públicas encaminadas a

**Cuadro 4**  
**Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro**  
(tasas de variación interanual y porcentajes)

	1997	1998	1999	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Población activa	0,7	0,6	.	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	.	
Empleo	0,6	1,4	.	0,6	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,5	1,4	.	
Total de la industria	-1,3	0,2	.	-1,2	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	.	
Desempleo	0,6	-5,3	-7,8	0,7	-0,5	-2,8	-4,8	-6,2	-7,5	-7,7	-7,7	-7,9	-8,0	
<b>Tasas de desempleo <sup>1)</sup></b>														
Total	11,5	10,9	10,0	11,6	11,4	11,2	10,9	10,8	10,6	10,3	10,1	10,0	9,7	
Menores de 25 años	23,2	21,2	19,1	23,1	22,6	21,8	21,4	21,1	20,7	20,0	19,3	18,9	18,3	
De 25 o más años	9,9	9,4	8,8	9,9	9,9	9,7	9,5	9,3	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6	

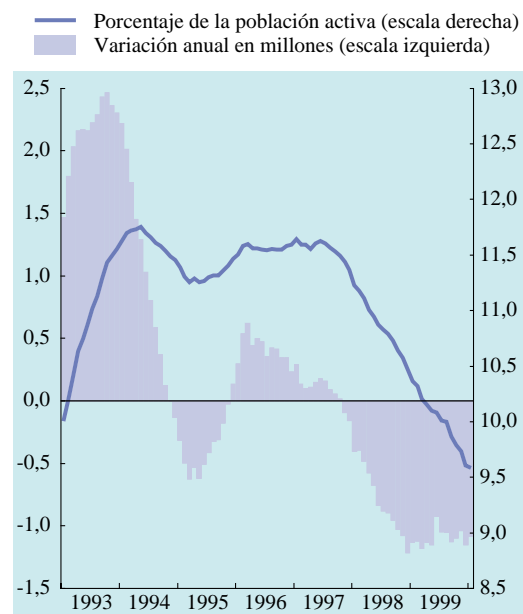
Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

## Gráfico 12

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: Eurostat

reducir las rigideces estructurales existentes en el mercado de trabajo y los programas de creación de empleo contribuyeron al crecimiento del empleo en 1999.

#### **La tasa de desempleo continuó disminuyendo gradualmente**

La tasa normalizada de desempleo siguió disminuyendo a lo largo de 1999, manteniendo, en general, la misma tendencia que en 1998 (véase gráfico 12). A finales del año, la tasa de paro se situó en el 9,6%, es decir, 0,9 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en diciembre de 1998. Por término medio, el número de desempleados se redujo en torno a 1 millón de personas en 1999 (en comparación con una disminución de 785.000 en 1998), hasta alcanzar los 12,9 millones de desempleados, el nivel más bajo registrado

desde 1992. El crecimiento de la población activa que acompañó al ritmo sostenido de creación neta de empleo, en 1999, parece haber amortiguado algo el efecto del crecimiento del empleo sobre la reducción del desempleo, al igual que había ocurrido en 1998 (véase cuadro 4). Se estima que el crecimiento de la población activa se ha mantenido a una tasa similar a la registrada durante los tres años anteriores, es decir, al 0,6%, que es 0,4 puntos porcentuales superior a la tasa media de crecimiento observada en los primeros años de la década de 1990. El mayor dinamismo de la población activa puede ser consecuencia, en parte, de una mejora en las oportunidades de empleo en los últimos años, que habría estimulado a un mayor número de personas a entrar o a reincorporarse en el mercado de trabajo.

Considerando la evolución a lo largo de 1999, la disminución de la tasa de desempleo se hizo ligeramente más lenta durante los meses de verano, debido al retraso con el que se dejó sentir el efecto negativo de la desaceleración transitoria de la actividad económica, que se produjo en torno al paso del año 1998 a 1999. Sin embargo, a partir del mes de septiembre, la tasa de paro volvió a descender, como consecuencia del fortalecimiento de la actividad económica.

El desglose por edades muestra que la tasa de desempleo disminuyó tanto para los jóvenes como para los mayores de 25 años. Sin embargo, el descenso fue mayor para los primeros (del 20,7% al 18,3%, entre finales de 1998 y finales de 1999) que para los segundos (del 9,1% al 8,6%, en el mismo período). Por último, teniendo en cuenta la situación de los diferentes países, la dispersión de las tasas de desempleo se redujo durante el año, debido a factores cíclicos y a los efectos prolongados de las reformas introducidas en los mercados de trabajo de algunos países.



## 5 Evolución fiscal

### **Continúa la disminución de los déficit públicos, principalmente por las condiciones cíclicas y los costes menores del servicio de la deuda**

Las situaciones presupuestarias continuaron mostrando mejoras modestas en 1999. Durante la primera parte del año, las previsiones relativas a la consecución de mejoras adicionales de los saldos presupuestarios se habían deteriorado, debido a la ralentización del crecimiento económico. No obstante, posteriormente, y especialmente a partir de

la segunda mitad de 1999, la mejora en las condiciones económicas, junto con unos tipos de interés relativamente bajos, ejercieron un efecto beneficioso sobre las finanzas públicas. En conjunto, se observó una mejora de las posiciones presupuestarias en toda la zona del euro, con un descenso en el déficit público promedio respecto al PIB, desde el 2% en 1998 hasta el 1,25% en 1999 (véase cuadro 5). Esta reducción de la *ratio* del déficit fue resultado de una ligera disminución de la proporción del gasto público respecto al PIB y un leve aumento en la *ratio* correspon-

#### **Cuadro 5**

### **Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

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

	1996	1997	1998	1999
<b>Zona del euro</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,2</b>
Bélgica	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9
Alemania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,2
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9
Luxemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4
Países Bajos	-1,8	-1,2	-0,8	0,5
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3

#### **Deuda bruta de las Administraciones Públicas**

	1996	1997	1998	1999
<b>Zona del euro</b>	<b>75,2</b>	<b>74,6</b>	<b>73,0</b>	<b>72,2</b>
Bélgica	128,3	123,0	117,4	114,4
Alemania	59,8	60,9	60,7	61,1
España	68,0	66,7	64,9	63,5
Francia	57,1	59,0	59,3	58,6
Irlanda	74,1	65,3	55,6	52,4
Italia	122,1	119,8	116,3	114,9
Luxemburgo	6,2	6,0	6,4	6,2
Países Bajos	75,3	70,3	67,0	63,8
Austria	68,3	63,9	63,5	64,9
Portugal	63,6	60,3	56,5	56,8
Finlandia	57,1	54,1	49,0	47,1

Fuentes: Eurostat y BCE para agregados de la zona del euro.

Nota: Los datos están basados en el SEC 95.

diente a los ingresos públicos. A principios de año se había previsto una reducción menor del déficit, pero los resultados obtenidos fueron más favorables, debido a unos ingresos públicos superiores a los esperados, como consecuencia, en parte, de las mejores condiciones económicas. Además, las cifras presupuestarias para 1998, una vez revisadas, implicaban una posición de partida mejor que la inicialmente esperada. La deuda pública bruta de la zona del euro, en relación con el PIB, disminuyó ligeramente en 1999.

Dado que la política fiscal es responsabilidad de cada Estado miembro, evaluar únicamente las cifras globales para la zona del euro, puede llevar a ignorar la existencia de importantes diferencias en las finanzas públicas de cada país. En este sentido, cuatro países registraron, en 1999, superávit presupuestarios (Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia). Todos ellos, a excepción de los Países Bajos, cumplieron también holgadamente con el valor de referencia del 60% del PIB para la *ratio* de deuda pública. Los Países Bajos y Finlandia mejoraron su situación presupuestaria y lograron reducciones adicionales en las *ratios* de deuda en 1999. En Luxemburgo, la *ratio* de deuda pública se situó en un nivel muy bajo, del 6,2% del PIB. Dos países – Italia y Bélgica – registraron porcentajes de deuda por encima del 110% del PIB, pero dentro de una trayectoria descendente. En Italia el déficit mostró una mejora, desde el 2,7% en 1998 al 1,9% en 1999, mientras que en Bélgica este permaneció prácticamente invariable, en el 1%. En el resto de países, los déficit alcanzaron cifras de hasta el 2% y las *ratios* de deuda se situaron algo por debajo del nivel del 60% del PIB (Francia y Portugal), o ligeramente por encima de dicho nivel (Alemania, España, Países Bajos y Austria). Entre 1998 y 1999, las *ratios* de los saldos presupuestarios se mantuvieron prácticamente estables en Bélgica, Irlanda y Portugal, mientras que tuvieron lugar mejoras más significativas en los restantes países, con la excepción de Luxemburgo, en donde el superávit presupuestario descendió en relación al PIB. En tres países las *ratios* de deuda registraron aumentos (Alemania, Austria y Portugal).

No obstante, una valoración de la posición presupuestaria subyacente debe tener en cuenta tanto la evolución cíclica, como el impacto de otros factores que se encuentran fuera del control directo de los gobiernos. En este contexto, la situación de las finanzas públicas de la zona del euro continúa dependiendo, en gran medida, de las condiciones económicas y de la disminución de los costes del servicio de la deuda. Las estimaciones de la Comisión Europea sugieren una mejora tan sólo marginal de los saldos primarios ajustados del ciclo económico en relación al PIB (esto es, del saldo presupuestario una vez excluidos los pagos por intereses de la deuda pública y corregido de las influencias cíclicas) para el conjunto de la zona del euro en 1999. No parece, por lo tanto, que la mejora en las posiciones presupuestarias subyacentes a lo largo de 1999 haya estado motivada por la aplicación de medidas activas de consolidación presupuestaria. Lo mismo ocurrió ya en 1998, a pesar de la oportunidad que brindó el fuerte crecimiento registrado, para acelerar la reducción de los desequilibrios estructurales en muchos Estados miembros.

Aunque la reducción de los costes del servicio de la deuda tuvo un fuerte impacto sobre las posiciones presupuestarias globales, el superávit primario medio en relación al PIB mostró tan sólo una ligera mejora en 1998 y 1999. Hay que destacar, en particular, que, en 1999, los superávit primarios en relación al PIB descendieron en Bélgica e Italia, países en los que *ratios* de deuda pública elevadas justifican la fijación de objetivos presupuestarios relativamente ambiciosos, con el fin de conseguir una rápida reducción del nivel de deuda. Sin embargo, la evidencia ya mencionada sugiere que los Estados miembros que presentan las *ratios* de deuda más altas de la zona del euro necesitan aún llevar a cabo correcciones adicionales significativas en este aspecto.

Además, la evolución de la deuda pública en la zona del euro, los “ajustes entre déficit y deuda” fueron significativos, al igual que en años anteriores. Estos ajustes no provocan

cambios en las *ratios* de déficit, pero sí en los niveles de deuda pública. Por ejemplo, las privatizaciones, práctica habitual de la mayoría de los gobiernos de la zona del euro en 1999 y años anteriores, reducen la deuda pública. En algún otro caso, como por ejemplo en el de las aportaciones de capital a las empresas públicas o los ajustes en el valor de la deuda en divisas, la deuda pública registra niveles superiores de lo que podría esperarse de la evolución del déficit público.

### **Las estrategias de consolidación de los Estados miembros**

La mayoría de los Estados miembros han manifestado, durante las discusiones recientes sobre la orientación de la política fiscal, que su intención es continuar la consolidación de las finanzas públicas, con el fin de alcanzar posiciones presupuestarias coherentes con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. En consecuencia, las previsiones sobre los déficit públicos en la zona del euro señalan un nuevo descenso en el año 2000, aún cuando éste sea modesto. Además, los presupuestos para ese año sugieren que las condiciones económicas favorables y la continuación de la reducción de los pagos por intereses en relación al PIB volverán a explicar, en gran medida, los recortes adicionales en los déficit públicos.

Al mismo tiempo, los objetivos de los gestores de la política fiscal parecen estar desplazándose hacia estrategias de reducción de los desequilibrios presupuestarios y de cambios en el nivel y en la estructura de los ingresos y de los gastos públicos. Algunos gobiernos proyectan aprovechar las favorables expectativas económicas para introducir reformas fiscales encaminadas a promover el crecimiento y el empleo y, al mismo tiempo, controlar el gasto público, con el fin de crear un margen de maniobra que permita conseguir reducciones adicionales del déficit. Como consecuencia de ello, se prevé que el recorte de los déficit públicos en el año 2000 vendrá determinado por disminuciones en las *ratios* de gasto público en relación al PIB en casi

todos los Estados miembros, que resultarán, principalmente, del ahorro en la factura salarial del sector público y en las transferencias a las familias. Al mismo tiempo, se prevé una caída de los ingresos públicos respecto del PIB en el año 2000, como consecuencia de las reformas, programadas o puestas ya en práctica, que afectan a los impuestos y a las contribuciones a la Seguridad Social. La reforma fiscal no debería poner en peligro el cumplimiento de los objetivos presupuestarios ni favorecer impulsos procíclicos.

A finales de 1999 y principios de 2000, los Estados miembros presentaron ante la Comisión Europea la actualización de sus Programas de Estabilidad para el período 2002/03, en conformidad con el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. Según dicho Pacto, los Estados miembros se comprometen “a adherirse al objetivo de medio plazo de lograr posiciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit”. Este objetivo se considera adecuado “para permitir a los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, manteniendo al mismo tiempo el déficit público dentro del valor de referencia del 3% del PIB”. Al establecer los objetivos a medio plazo, deben tenerse en cuenta factores adicionales, como son posibles pérdidas futuras de recaudación y desbordamientos del gasto público, la necesidad de asegurar un descenso rápido de las *ratios* de deuda pública en aquellos países en los que éstas se sitúan por encima del 60%, así como la de asumir el gasto público que genere el envejecimiento de la población en el futuro.

Según la actualización de los programas de estabilidad, las perspectivas de crecimiento económico para el año 2000 y siguientes, son al menos tan favorables como en los programas originales. En este contexto, los gobiernos aspiran a lograr una consolidación adicional de las posiciones fiscales en el medio plazo. Los avances previstos en términos del recorte de los déficit públicos y de las *ratios* de deuda varían de un país a otro, así como las posiciones fiscales previstas al final del horizonte temporal contemplado en los programas correspondientes. Algunos gobiernos

están estableciendo ahora objetivos fiscales algo más ambiciosos que los de sus programas originales. Se espera que para los años 2002/03 la mayoría de países alcancen déficit públicos inferiores al 0,5% o superávit presupuestarios, y *ratios* de deuda por debajo del 60% del PIB. Al mismo tiempo, la mayoría de los gobiernos proyecta acometer reducciones de impuestos. Bélgica e Italia registrarán todavía niveles de deuda próximos al 100% del PIB.

Ha de señalarse que en el horizonte de planificación, los ingresos públicos adicionales

que puedan derivarse de un crecimiento económico superior al esperado (el dividendo del crecimiento) debería dedicarse, normalmente, a un avance más rápido en la consolidación fiscal antes que a reducir la presión impositiva. Ello es particularmente conveniente para aquellos países en los que la *ratio* de déficit no está aun lo suficientemente distante del límite del 3% del PIB, para los países en los que la deuda pública es aún elevada y para aquellos en los que la economía presenta riesgo de sobrecalentamiento.

## 6 Entorno macroeconómico internacional, tipos de cambio y balanza de pagos

### ***Significativa mejora del entorno macroeconómico internacional***

La situación económica y financiera internacional ha mejorado sensiblemente desde la desaceleración de 1998, en la medida en que la mayoría de las economías de Asia afectadas por la crisis comenzaron a recuperarse a lo largo de 1999 y la economía mundial parece encontrarse en una fase de expansión cíclica. En algunos de los países más gravemente afectados por la crisis, el ajuste ha sido mucho más favorable de lo previsto. La confianza de los mercados financieros ha retornado a la mayoría de las economías emergentes de Asia, lo que ha permitido una flexibilización de las condiciones monetarias y ha sentado las bases de la recuperación económica. Al mismo tiempo, el hecho de que el crecimiento económico en algunos países industriales, especialmente en Estados Unidos, haya sido también más sólido de lo previsto, se ha traducido en una evaluación mucho más positiva de las perspectivas mundiales.

La mejora de las perspectivas económicas a lo largo de 1999 se vio contrarrestada, en parte, por una notable alza de los precios del petróleo con respecto a los muy bajos niveles observados a finales de 1998 y principios de 1999, revirtiendo así uno de los factores que

contribuyeron a las bajas tasas de inflación de 1998. Los precios del crudo subieron de 11,5 dólares estadounidenses por barril en el primer trimestre de 1999 a 26 dólares en diciembre del mismo año. Estas alzas se produjeron como consecuencia de la combinación de dos factores: la decisión de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de recortar el suministro de este producto y el aumento de la demanda, especialmente por parte de Asia. No obstante, el impacto de esta fuerte subida de los precios del petróleo sobre la inflación mundial fue amortiguado, parcialmente, por el comportamiento de los precios en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas que, en conjunto, se mantuvieron muy estables durante todo el año, registrando únicamente un moderado repunte en los dos últimos meses de 1999. El incremento de los precios del petróleo continuó a principios del año 2000, hasta alcanzar 31,9 dólares por barril en el momento de finalización de este Informe.

En Estados Unidos, la evolución económica continuó caracterizándose en 1999 por los fuertes crecimientos de la producción y de la productividad, el descenso del desempleo y la atenuación de las presiones inflacionistas. El PIB real experimentó un vigoroso crecimiento durante todo el año, pasando de una

tasa intertrimestral desestacionalizada de 0,5% en el segundo trimestre de 1999 a un máximo de 1,47% en el cuarto trimestre. Como resultado, la economía registró una tasa de crecimiento de alrededor del 3,6% en 1999, por tercer año consecutivo. La fortaleza de la demanda interna, sobre todo del gasto de consumo privado y de la inversión fija de las empresas, siguió dirigiendo la expansión, mientras que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB continuó siendo muy negativa. Las exportaciones estadounidenses se resintieron en el primer semestre del año, pero mejoraron notablemente en el segundo, en respuesta a la rápida recuperación del crecimiento económico mundial. No obstante, las importaciones crecieron más rápidamente que las exportaciones durante 1999, lo que dio lugar a un nuevo aumento del déficit comercial de Estados Unidos. Esto último, unido al continuo deterioro del saldo de las rentas de inversión, dio lugar a que el déficit por cuenta corriente se situara en torno a un valor estimado del 4% del PIB en 1999. Como resultado de varios años de fuerte crecimiento, la tasa de desempleo continuó descendiendo hasta el 4,1%, un nivel que no se había registrado desde finales de los años sesenta. A pesar de las tensiones en los mercados de trabajo, las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas, debido a elevadas ganancias de la productividad de la mano de obra y a la mayor competencia en los mercados de bienes. La inflación medida por los precios de consumo se elevó al 2,2% en 1999, frente al 1,6% registrado en 1998, mientras que la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles – alimentos y energía –, fue, en promedio, de 2,1%, en comparación con el 2,3% de 1998. Para contrarrestar los riesgos cada vez mayores de aumento de la inflación, que se manifestaron en tensiones crecientes en los mercados de trabajo y en un exceso general de demanda, a partir del verano la *Federal Reserve* aplicó una política monetaria más restrictiva, elevando gradualmente el objetivo establecido para el tipo de interés de los fondos federales, desde el 4,75% al 5,5% al final de 1999, revirtiendo así

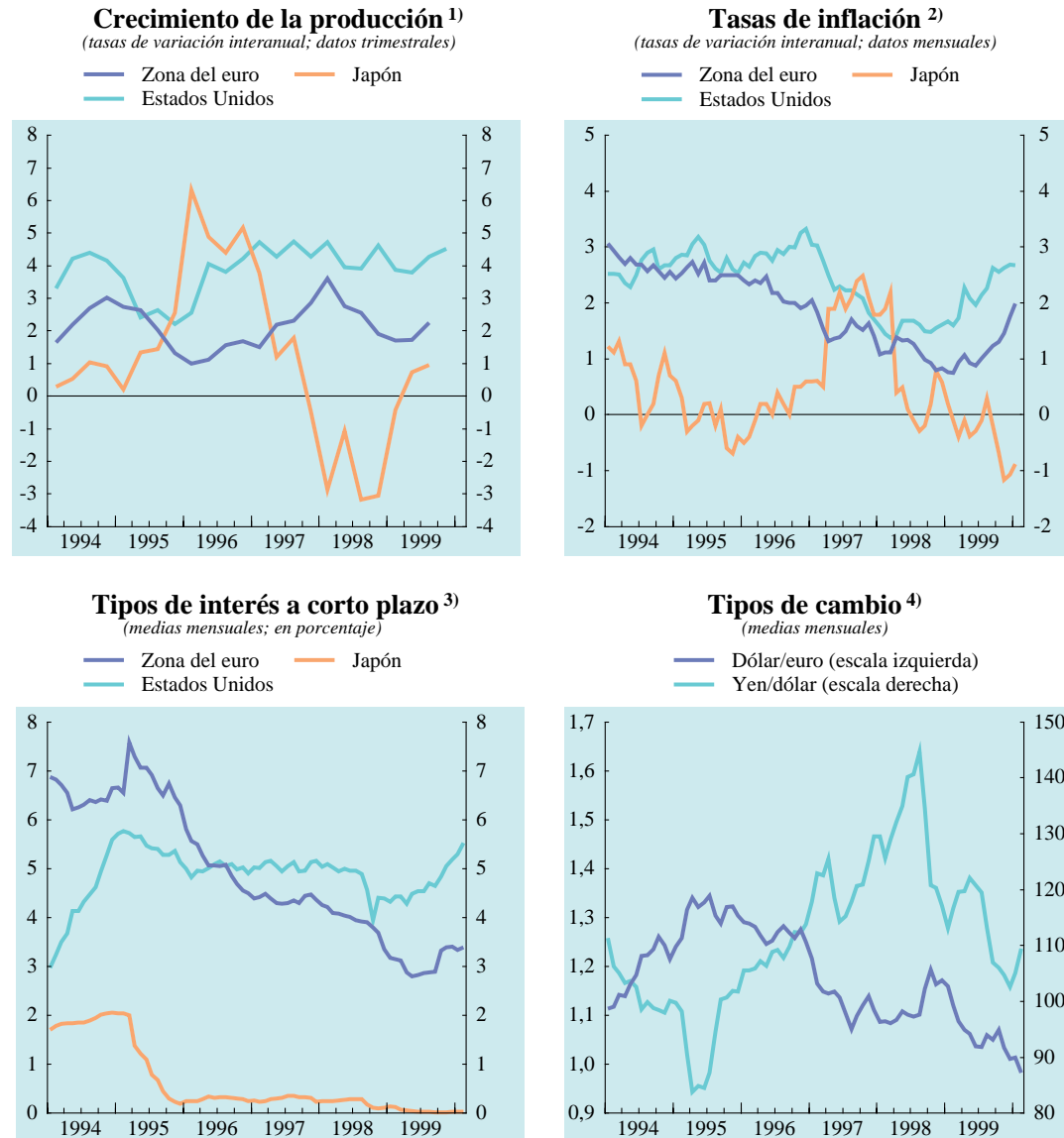
los recortes de tipos efectuados en el otoño de 1998.

En Japón, la situación económica mejoró en el primer semestre del 1999, pero sufrió un nuevo deterioro en el segundo, lo que indica que aún no se estaba en un proceso de recuperación autosostenida. Como resultado de un estímulo fiscal de magnitud en torno a un 10% del PIB en 1998, tanto la inversión pública como el consumo privado y la inversión en vivienda registraron tasas de crecimiento positivas en el primer semestre de 1999, mientras que la inversión privada en capital fijo mantuvo la tendencia contractiva iniciada en 1998. No obstante, en el tercer trimestre de 1999, al disiparse el efecto del impulso fiscal, se produjo una fuerte corrección a la baja del crecimiento de la inversión pública, acompañada de un crecimiento negativo del consumo y la inversión privada. La contribución de las exportaciones netas al crecimiento fue ligeramente negativa, pero las exportaciones registraron una mejora a lo largo del año, a pesar de la apreciación real del yen en torno a un 25%. Entre tanto, la atonía de la actividad económica se reflejó en un descenso persistente de los precios, medidos tanto por el índice de precios de consumo como por el Índice de precios al por mayor, que, en 1999, índices que descendieron en torno a un 0,2% y un 3,6%, respectivamente, aunque después se estabilizaron en los últimos meses del año. En 1999 siguió aplicándose una política monetaria de apoyo a la recuperación en la que el Banco de Japón continuó reduciendo su objetivo operativo (el tipo de interés oficial de préstamos a un día sin garantía) hacia el nivel cero. Hacia finales de año, en vista de la atonía del consumo privado y de que la contracción de la inversión privada persistía aún, el Gobierno de Japón aprobó un paquete suplementario de medidas fiscales equivalente a unos 18 billones de yenes (3,6% del PIB).

Las otras economías de Asia registraron en 1999 una notable recuperación, mayor de la prevista, tras la grave crisis económica y financiera que afectó a la región el año

### Gráfico 13

#### Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI y estimaciones del BCE.

- 1) Para la zona del euro, datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales.
- 2) Hasta diciembre de 1995, los datos de la zona del euro son estimaciones del IAPC basadas en datos de los IPC nacionales; a partir de entonces, son datos del IAPC.
- 3) Los datos de la zona del euro corresponden a cálculos del BCE y son medias de los tipos interbancarios nacionales a tres meses; a partir de 1999, se utilizan los tipos EURIBOR a tres meses.
- 4) Hasta 1999, la línea dólar/euro representa el tipo de cambio dólar/ECU.

anterior. Tanto Corea del Sur, como Malasia, Singapur y Tailandia alcanzaron en 1999 altas tasas reales de crecimiento económico, impulsadas, en un principio, por las exportaciones netas y, posteriormente, por las fuertes recuperaciones de la demanda interna. En estas economías, la evolución de los merca-

dos financieros fue cada vez más favorable a lo largo de 1999. Sin embargo, en Hong Kong y en Indonesia, las tasas de crecimiento apenas registraron un signo positivo en 1999. Durante este año, China siguió sorteando los efectos de la crisis de asiática, y consiguió que la tasa de crecimiento real se redujera solo

ligeramente al 7,2%, a pesar de estar emprendiendo reformas estructurales de gran envergadura.

En 1999, las economías en transición tuvieron que hacer frente al impacto negativo de la crisis de Rusia en la confianza de los inversores. Sin embargo, tras un acusado deterioro en el primer trimestre del año, las perspectivas económicas generales mejoraron rápidamente en la República Checa, Hungría y Polonia. En Rusia, la incertidumbre política y la falta de solidez de las variables económicas fundamentales siguieron afectando a la economía, aunque también se observaron algunas señales positivas en el sector real, incluido un repunte de la producción industrial. Como consecuencia de todo ello, se estima que el crecimiento del PIB real aumentó alrededor del 3%, cifra sensiblemente más alta que la proyectada en un principio, tras una contracción de casi el 5% registrada en 1998. En otras economías en transición, y particularmente en los Estados bálticos, se produjo una fuerte desaceleración del crecimiento, ya que la crisis de Rusia tuvo un impacto mayor de lo previsto. La situación política y económica siguió siendo un motivo de preocupación en Rumania, pues las pérdidas registradas por el PIB desde 1997 totalizan aproximadamente el 16%.

En América Latina, a finales de 1999, las perspectivas de la economía habían mejorado en lo referente a las previsiones de crecimiento y a la estabilidad financiera. El año se inició con malos auspicios, en la medida en que todos los países de la región se hallaban sumidos en una recesión tras la crisis de Rusia de 1998. La moneda brasileña se vio sometida a intensas presiones y, en enero de 1999, se permitió su flotación libre. En última instancia, la crisis en Brasil fue menos grave de lo que se temía y sus efectos de contagio fueron limitados. A finales de año, la región en su conjunto estaba saliendo de la recesión, aunque la recuperación económica seguía siendo precaria en varios países, debido a la lentitud de los progresos en el saneamiento de las finanzas públicas y en la ejecución de las reformas estructurales.

### **El euro se depreció en 1999**

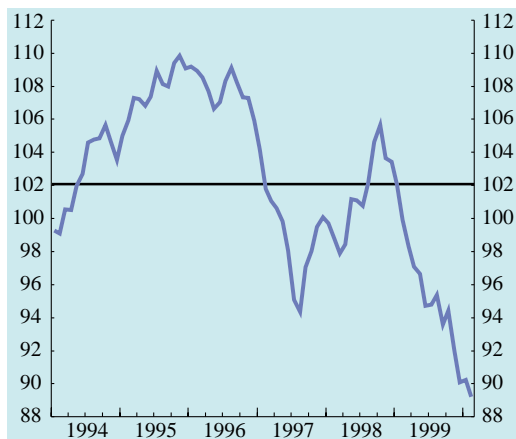
En 1999 el tipo de cambio del euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los países con los que comercia la zona del euro, en particular frente a las principales monedas como el dólar estadounidense, el yen japonés y la libra esterlina. En términos efectivos nominales – ponderado frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro – el euro se depreció alrededor del 8% entre el primer y el cuarto trimestre de 1999, mientras que el nivel medio del índice de tipo de cambio efectivo nominal fue un 6% aproximadamente inferior al registrado en 1998 (véase gráfico 14). A principios del año 2000, el euro continuó depreciándose, de modo que el nivel medio del índice de tipo de cambio efectivo nominal en los meses de enero y febrero de 2000 se situó un 2,6% por debajo del nivel correspondiente al cuarto trimestre de 1999 y un 10.3% bajo el del primer trimestre de 1999.

Durante el primer semestre del año, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en torno a un 12%. Los factores más importantes que contribuyeron a la fortaleza del dólar en este período fueron las variaciones de las respectivas perspectivas cíclicas de Estados Unidos y de la zona del euro, así como una evolución mejor de lo esperado de la economía norteamericana, tras la crisis financiera mundial del segundo semestre de 1998. A mediados de julio, la situación dio un giro. Las interpretaciones positivas de los indicadores económicos de la zona del euro llevaron a un cierto repunte del euro que, a su vez, fue impulsado por las expectativas de una desaceleración de la economía estadounidense, y el riesgo de un ajuste de más envergadura en los mercados bursátiles de Estados Unidos. Sin embargo, los temores comentados disminuyeron con la publicación de nuevos datos que indicaban un sólido crecimiento sostenido de la economía estadounidense y una atenuación de las presiones inflacionistas. Al terminar 1999, el euro se cotizaba a 1,005 dólares estadounidenses. Las pautas de la distinta evolución económica y el comportamiento de los tipos de cambio continuaron

## Gráfico 14

### Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1)</sup>

(medias mensuales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Los datos son estimaciones del BCE (véase el recuadro 5 del Boletín mensual de octubre de 1999). Un desplazamiento hacia arriba del índice representa una apreciación del euro. La línea horizontal muestra la media del período (enero de 1994 a enero del 2000).

en los comienzos del año 2000, cuando el euro siguió depreciándose frente al dólar.

Entre las principales monedas, el yen japonés fue el que experimentó la apreciación más notable en 1999, aunque con un comportamiento de alta volatilidad. Desde el principio hasta el fin de 1999, el yen se apreció un 30% frente al euro y un 11% frente al dólar estadounidense. Esta apreciación se produjo dentro de un contexto de abultados superávits por cuenta corriente y, en paralelo, un cambio de tendencia de la economía japonesa, que comenzó a registrar tasas de crecimiento ligeramente más positivas tras la recesión relativamente profunda de 1998. En consonancia con esta mejoría, los tipos de interés nominales a largo plazo de Japón registraron una recuperación frente a los mínimos de menos del 1% que habían marcado en el segundo semestre de 1998, para situarse en torno al 1,8% al final del año 1999. El 30 de diciembre de 1999, el euro cotizó a 102,73 yenes. El yen japonés mantuvo un comportamiento relativamente volátil a principios de 2000 y no mostró una tendencia definida. El 7 de marzo de 2000 el euro cotizaba a 103,00 yenes.

### Reducción del superávit por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo ligeramente en 1999, hasta situarse en torno al 0,75% del PIB (43,2 mm de euros), frente al 1% del PIB, aproximadamente, registrado en 1998 (60,3 mm de ECU). Esta reducción fue motivada por la disminución del superávit del comercio de bienes que, a su vez, se debió, sobre todo, a un intenso crecimiento nominal de las importaciones a lo largo del año, atribuible a la subida de los precios de las importaciones, sobre todo en el caso de la energía (véase recuadro 5), junto con un nivel menor de las exportaciones durante la primera mitad de 1999 y, en menor medida, por el deterioro de la balanza de servicios. Por el contrario, en 1999 se registró un déficit de menor magnitud en las cuentas de transferencias corrientes y de rentas.

Para el conjunto de 1999, el superávit en el comercio de bienes de la zona del euro se redujo a 99,9 mm de euros, frente a 118,8 mm de ECU que había alcanzado en 1998. Sin embargo, en el segundo semestre del año, las exportaciones nominales comenzaron a registrar un crecimiento subyacente más sólido, como consecuencia del aumento de la demanda externa y de las mejoras en materia de competitividad de precios. A pesar del aumento de las exportaciones a lo largo del año, las importaciones nominales siguieron creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones, lo que parece guardar relación con la subida de los precios de las importaciones, resultante en parte del alza de precios del petróleo y de la depreciación del euro, junto con los indicios de una actividad más intensa en la zona del euro en los seis últimos meses de 1999.

La balanza de servicios también sufrió un deterioro en 1999, en comparación con el año anterior, registrando al final del año un déficit de 6,6 mm de euros. El aumento de los pagos, unido a un crecimiento prácticamente nulo de los ingresos subyacen al incremento de dicho déficit. En cambio, los déficits de las



## Recuadro 5

### La disminución del superávit de la balanza de bienes de la zona del euro en 1999

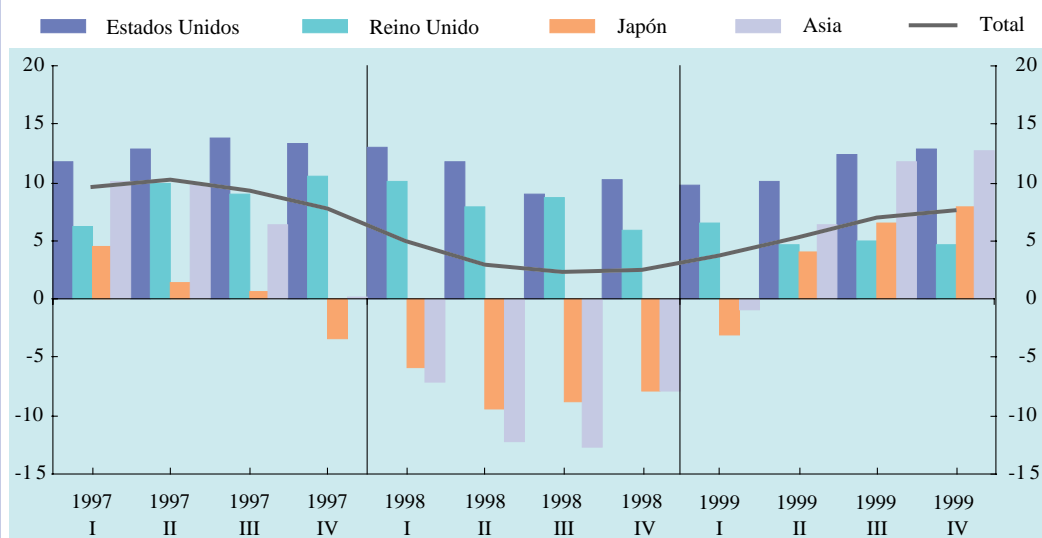
La disminución del superávit de la balanza de bienes en 1999 puede atribuirse, en parte, al bajo nivel de las exportaciones nominales en el primer semestre del año, debido principalmente a un efecto de “traslación” de atonía de la demanda externa en 1998. Aunque, posteriormente, a lo largo de 1999 las exportaciones se recuperaron, en consonancia con el crecimiento más dinámico de la demanda externa, las importaciones nominales crecieron a un ritmo incluso más rápido durante todo el año, principalmente como resultado del alza de los precios de las importaciones y del aumento de la actividad en la zona del euro.

En el gráfico que se presenta a continuación puede observarse la recuperación de la demanda externa, definida como media ponderada de las importaciones en términos reales correspondientes a los principales mercados de exportación de la zona del euro<sup>1</sup>. Las altas tasas negativas de crecimiento de la demanda en Japón y en el resto de Asia, junto con la desaceleración del crecimiento de las importaciones en el reino Unido, explican en parte el descenso de las exportaciones en términos nominales en 1998 y en los comienzos de 1999. Análogamente, el repunte de la demanda en Asia, así como el sólido crecimiento sostenido de las importaciones en Estados Unidos, se corresponden con la recuperación de las exportaciones en 1999. Aunque el Reino Unido constituye el principal mercado, con una cuota en torno al 19,3% de las exportaciones de la zona del euro, Asia incluido Japón participa en un 18,3% de las mismas, mientras que Estados Unidos y las economías en transición de Europa del este registraron unas cuotas del 14% y 13,5%, respectivamente.

En lo que se refiere a las importaciones en 1999, a su crecimiento nominal contribuyó significativamente un nivel persistentemente alto de las importaciones en términos reales, junto con la fuerte subida de los precios de importación desde el comienzo de 1999, imputable en gran medida a la notable alza de los precios del

### Importaciones en términos reales de los principales mercados de exportación de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



1 La demanda externa total se calcula como media ponderada de las importaciones en términos reales correspondientes a los principales mercados de exportación de la zona del euro (es decir, las ponderaciones de los mercados multiplicadas por las respectivas tasas de crecimiento de las importaciones en términos reales). Las ponderaciones respectivas son: Estados Unidos 14%, Japón 3,6%, Reino Unido 19,3%, Suiza 6,4%, otros países desarrollados 14,9%, Asia excluido Japón 14,7%, economías en transición 13,5%, América latina 4,4% y resto del mundo 9,2%.

2 La distribución de datos de las importaciones por materias primas o por países hacen referencia al período de enero a noviembre de 1999, en comparación con el período correspondiente de 1998 (fuente: EUROSTAT). Dichos datos están basados en las estadísticas de comercio de Eurostat y no son totalmente comparables con los datos de balanza de pagos del BCE.

petróleo y a la depreciación del euro. No obstante, este crecimiento también puede atribuirse, en parte, a las importaciones en términos nominales de productos manufacturados, que se incrementó un 7% en 1999<sup>2</sup>. Las importaciones de maquinaria y vehículos crecieron a un ritmo particularmente rápido, en torno al 11% durante 1999, lo que resulta coherente con el mayor nivel actividad en la zona del euro en el segundo semestre de 1999. En el conjunto del año, dentro de los países proveedores, las importaciones de bienes procedentes de China y Hungría registraron, en términos nominales, el crecimiento más intenso en 1999, con tasas anuales en torno al 16% y al 19%, respectivamente.

cuentas de transferencias corrientes y de rentas se redujeron en 1999, disminuyendo en 3,0 y 4,6 mm de euros, respectivamente. La mejora de la cuenta de rentas se debió, sobre todo, al descenso en los pagos de las rentas de la inversión en 1999, con respecto a los altísimos niveles registrados en 1998.

***Aumenta la inversión extranjera directa de los residentes en la zona del euro y disminuyen las salidas de inversiones de cartera***

En 1999, las salidas netas de inversiones directas y de cartera ascendieron a 168,5 mm de euros, cifra inferior a los 187,9 mm de ECU del año anterior. El principal factor determinante de las salidas de capital de la zona del euro han sido las salidas netas de inversión directa que se incrementaron desde 102,6 mm de ECU en 1998 hasta un nivel de 147,2 mm de euros en 1999. Concretamente, los residentes en la zona del euro aumentaron su inversión en el extranjero (212,5 mm de euros en 1999, frente a 183 mm de ECU en 1998). Al mismo tiempo, la inversión extranjera directa en la zona del euro se mantuvo en niveles moderados (65,2 mm de euros, frente a 80,4 mm de ECU en 1998).

El aumento de las salidas netas de inversión directa contrastó con una disminución de 64,0 mm de euros de las salidas netas de inversiones de cartera (hasta un nivel de 21,3 mm de euros) en 1999, con respecto al año anterior. Esta evolución guarda relación con el cambio de tendencia observado en los valores de renta fija que, tras registrar salidas netas en 1998 (84,8 mm de ECU), registraron entradas netas en 1999 (34,8 mm de euros). Tanto el descenso de la inversión extranjera por parte de los residentes en la zona del euro, como el aumento de la demanda de valores de renta fija de la zona del euro por parte de los inversores extranjeros, sobre todo en instrumentos del mercado monetario, contribuyeron a este cambio de signo. Por otra parte, las salidas netas de valores de renta variable ascendieron a 56,1 mm de euros (frente a 0,4 mm de ECU en 1998), debido principalmente a un incremento de las inversiones en valores extranjeros de renta variable por parte de los residentes en la zona del euro, que pasaron de 98,7 mm de ECU en 1998 a 150 mm de euros en 1999.



## Capítulo II

### **Operaciones como banca central**

## I Instrumentación de la política monetaria

### I.1 Gestión de la liquidez

El marco operativo de la política monetaria del Eurosistema contiene un amplio conjunto de instrumentos que se ha seleccionado teniendo en cuenta la necesidad de respetar los principios de orientación de mercado, eficiencia operativa (entendida como la capacidad para lograr de manera eficiente los objetivos del Eurosistema), trato equitativo, simplicidad, transparencia y eficiencia en los costes. Además, aunque los órganos rectores del BCE adoptan las decisiones relevantes, son los once BCN del Eurosistema los que las ejecutan de forma descentralizada. La diversidad de instrumentos disponibles es tal que los órganos rectores del BCE pueden utilizarlos en la combinación que les resulte más apropiada para cada circunstancia. En general, el marco operativo del Eurosistema ha funcionado adecuadamente durante el primer año de instrumentación de la política monetaria única.

Un elemento del marco operativo del Eurosistema es el sistema de reservas mínimas, que exige que las entidades de crédito mantengan en los BCN del Eurosistema saldos en efectivo por un importe equivalente al 2% de su base de pasivos computables, esto es, de un conjunto de pasivos a corto plazo. El hecho de que tales exigencias deban satisfacerse solamente en términos de media, durante “períodos de mantenimiento” de un mes, tiene un significativo efecto estabilizador sobre la demanda de reservas por parte de las entidades de crédito y, por lo tanto, también sobre el comportamiento de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Esto ha permitido que, durante el primer año de aplicación de la política monetaria única, el Eurosistema haya ejecutado su política monetaria de manera eficiente, recurriendo solo a un número limitado de los instrumentos disponibles.

En su gestión de la liquidez, el BCE se ha centrado en el mercado interbancario de reservas, entendiéndose este término como los

depósitos en cuentas corrientes que las entidades de crédito de la zona del euro mantienen en los BCN del Eurosistema. La oferta de dichas reservas está determinada por el efecto neto de la liquidez inyectada mediante las operaciones de política monetaria y la liquidez absorbida o inyectada por los “factores autónomos” (es decir, las partidas del balance del Eurosistema cuyo saldo no depende de las operaciones de política monetaria del banco central, tales como billetes en circulación, depósitos de las Administraciones Públicas y activos exteriores netos). La demanda de reservas viene determinada por la necesidad de las entidades de crédito de cumplir con las reservas mínimas exigidas y de mantener un nivel reducido de reservas excedentarias. El precio de mercado de las reservas es el tipo de interés interbancario a corto plazo, en el que el plazo de vencimiento a un día desempeña un papel fundamental en términos de su volumen, y suele ser un punto de referencia primordial, puesto que, al ser el plazo de vencimiento relevante más corto, es el punto inicial de la curva de rendimientos. El ampliamente utilizado tipo de interés de referencia de los depósitos en euros a un día, el tipo EONIA (índice medio del tipo del euro a un día), es un tipo de interés efectivo a un día, calculado como una media ponderada de las operaciones de préstamos a un día sin garantía, realizadas por un grupo de 57 bancos que operan en el mercado interbancario.

La gestión de la liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro tiene como objetivo minimizar el coste de mantener las reservas exigidas durante el período de mantenimiento. El coste en el que incurren las entidades de crédito al mantener reservas en una fecha dada puede calcularse a partir de la diferencia entre el tipo interbancario a un día y el tipo de interés al que se remuneran las reservas exigidas [que es el tipo de las operaciones principales de financiación (OPF)] en esa misma fecha. Por lo tanto, las entidades de crédito tratarán de mantener reservas excedentes siempre que ese diferencial sea

bajo con respecto al diferencial esperado para el resto del período de mantenimiento, y viceversa. Este comportamiento suele estabilizar los tipos de interés de mercado porque, para que se equilibre el mercado, los tipos a un día tienden a alinearse con los tipos de interés a un día esperados dentro del período de mantenimiento. Así, dentro de un período de mantenimiento, los tipos de interés interbancarios vendrán determinados por las condiciones de liquidez pasadas, actuales y esperadas. Además, el tipo de interés interbancario a un día está influido por las expectativas del mercado sobre los cambios futuros en el tipo de las OPF por parte del BCE. Por lo tanto, el BCE influye en el tipo interbancario a un día no solo a través de sus decisiones concretas, sino también mediante las expectativas que genera en relación con el tipo de interés y con la política de adjudicaciones de las operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de política monetaria y, también, las fluctuaciones de otras partidas del balance del Eurosistema, es decir, los factores autónomos, influyen en la cantidad de reservas de la que pueden disponer las entidades de crédito. El efecto de los factores autónomos sobre la liquidez es, a veces, considerable: son relativamente frecuentes variaciones diarias de los factores autónomos del orden de 10 mm de euros. En el caso del Eurosistema, los depósitos de las Administraciones Públicas en los BCN constituyen el factor más volátil. La volatilidad de las variaciones diarias de dichos depósitos (medida por su desviación típica) fue superior a los 5 mm de euros, frente a una volatilidad de los billetes cercana a 1 mm de euros. En 1999, las reservas mínimas totales de las entidades de crédito de la zona del euro oscilaron, por término medio, entre los 98,2 mm de euros (durante el primer período de mantenimiento) y los 105 mm de euros (durante el período de mantenimiento que finalizó el 23 de diciembre). Las reservas mantenidas diariamente por los bancos fluctuaron a lo largo del año entre los 63 mm de euros y los 126,4 mm de euros, sin que se generaran presiones significativas sobre los tipos de mercado

vigentes, lo que indica que en ningún momento se agotó el “colchón” de liquidez proporcionado por el sistema.

## **1.2 Operaciones principales de financiación**

Las operaciones principales de financiación (OPF) son las operaciones de mercado abierto más importantes realizadas por el Eurosistema, pues desempeñan un papel crucial a la hora de gestionar la liquidez y señalar la orientación de la política monetaria. Proporcionan el grueso de la liquidez al sector financiero. Son operaciones regulares, de carácter temporal, instrumentadas mediante subastas estándar, cuyo fin es inyectar liquidez. La periodicidad es semanal y el vencimiento es quincenal. En 1999, el Eurosistema ejecutó un total de 52 OPF. Los volúmenes adjudicados oscilaron entre los 39 mm de euros y los 102 mm de euros, y el volumen medio ascendió a 69 mm de euros.

El marco operativo del Eurosistema ofrece la posibilidad de realizar subastas a tipo fijo o a tipo variable. Pero, hasta el momento, el BCE solo ha utilizado en las OPF del Eurosistema subastas a tipo fijo. Estas subastas se llevan a cabo de forma que permiten al BCE señalar con claridad la orientación de su política monetaria y, al mismo tiempo, adjudicar el volumen de liquidez que considera necesario ante los flujos de los factores autónomos-previstos. En las OPF efectuadas mediante subastas a tipo fijo, el tipo de interés de la operación se anuncia con antelación. Las entidades de contrapartida presentan sus solicitudes al tipo anunciado, y, entonces, el BCE hace corresponder dichas solicitudes con su propia estimación de las necesidades de liquidez del sector bancario, determinadas, fundamentalmente, por las reservas mínimas y por las previsiones relativas a los factores autónomos. Si, como suele suceder, el volumen solicitado supera las necesidades de liquidez previstas, el BCE determina, por lo general, un porcentaje de adjudicación inferior al 100%.

La cuantía media de las solicitudes presentadas a las OPF celebradas en 1999 ascendió a 954 mm de euros y la cantidad media adjudicada fue de 69 mm de euros. El “porcentaje medio de adjudicación” (es decir, la media de los porcentajes de la liquidez efectivamente adjudicada por el BCE en relación con el volumen total solicitado en subastas individuales) fue el 10,8%. La cuantía solicitada más baja, 67,4 mm de euros, se registró en la operación realizada el 6 de abril de 1999, en un entorno en el que existían unas elevadas expectativas de que se produjera una reducción de los tipos de interés aplicados en las OPF durante ese mismo período de mantenimiento de las reservas mínimas. En dicha ocasión, el BCE atendió todas las cantidades solicitadas, lo que representó un porcentaje de adjudicación del 100%. Las mayores peticiones de liquidez, 2.344 mm de euros, se produjeron el 2 de noviembre de 1999, en un entorno opuesto al anterior, en el que había fuertes expectativas de que se registrara un incremento de los tipos aplicados a las OPF dentro del mismo período de mantenimiento. El volumen adjudicado, cuyo importe fue de 66 mm de euros, supuso un 2,82% del total de solicitudes, el porcentaje más bajo registrado en todo el año. Aunque la cuantía media de solicitudes aumentó en los tres primeros trimestres del año (el volumen medio total solicitado en los mencionados tres primeros trimestres se situó en 674 mm de euros, 763 mm de euros y 1.274 mm de euros, respectivamente), esta cayó ligeramente en el cuarto trimestre, hasta alcanzar un volumen medio total de 1.104 mm de euros.

La evolución del volumen de liquidez solicitado puede explicarse a partir de las expectativas de las entidades de crédito con respecto al coste relativo de obtener financiación en el mercado interbancario, en comparación con el tipo de interés aplicado en las OPF. Para evitar que los volúmenes solicitados por las entidades de crédito se disparen o disminuyan drásticamente es necesario conseguir un equilibrio, entre el coste esperado de financiarse en el banco central y el coste esperado de obtener financiación en el mercado interbancario, con su

correspondiente prima debido a una mayor incertidumbre. Los bancos centrales pueden controlar el tipo medio a un día, al determinar la cantidad de reservas de los bancos. En condiciones normales, es decir, en ausencia de expectativas muy arraigadas sobre la modificación de los tipos de interés, los bancos centrales pueden garantizar la consecución de dicho equilibrio para cualquier tipo de interés de las subastas situado dentro de la banda señalada por los tipos de interés de las facilidades permanentes.

El BCE tendió a orientar sus decisiones relativas a las adjudicaciones de tal manera que el tipo de interés medio interbancario a un día se aproximara a los tipos aplicados en las subastas. Esta estrategia supuso que, en 1999, el tipo EONIA se situara, en promedio, 2,5 puntos básicos por encima del tipo de interés aplicado en las OPF. Además, a lo largo del año, la volatilidad de los tipos EONIA fue reducida, aunque fue superior al término de cada período de mantenimiento de reservas.

### **1.3 Operaciones de financiación a más largo plazo**

Además de las OPF, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones de financiación a más largo plazo (OFMLP), que son operaciones regulares, de carácter temporal, para inyectar liquidez. Se ejecutan mediante subastas estándar, con una periodicidad mensual y un vencimiento de tres meses. Estas operaciones proporcionan solo una parte limitada de la financiación total concedida y, por regla general, no se efectúan con la intención de gestionar la liquidez, de enviar señales al mercado o de influir en los tipos de interés del mercado. En las OFMLP, el Eurosistema actúa como aceptante de tipos de interés. Por ello, las subastas se suelen ejecutar a tipo variable, y se anuncia con antelación el volumen a adjudicar. Este procedimiento se siguió en las catorce OFMLP efectuadas en 1999. Los volúmenes a adjudicar se anunciaron con bastante antelación por medio de notas de prensa y se confirmaron, posteriormente, en los anuncios de subastas publicados el día

anterior a las mismas. Mientras que las once primeras OFMLP de 1999 alcanzaron un volumen de 15 mm de euros, las tres últimas ascendieron a 25 mm de euros, lo que contribuyó a que la transición al año 2000 se realizara sin contratiempos. En media anual, se inyectó una liquidez de 49 mm de euros a través de este tipo de operación para las que presentaron solicitudes 316 entidades de contrapartida.

Las tres primeras OFMLP del año tuvieron un carácter especial, puesto que se realizaron al mismo tiempo, el día 14 de enero, con una disminución de los vencimientos de dos de ellas, a fin de implantar el ritmo normal de las subastas sin más retraso. Los vencimientos de las dos subastas especiales fueron de 42 y 72 días, respectivamente. Mientras que las cuatro primeras OFMLP se instrumentaron a tipo único (las denominadas subastas holandesas), desde el mes de marzo todas las OFMLP se ejecutaron a tipo múltiple (las denominadas subastas americanas), con el fin de orientarlas hacia las prácticas de mercado habituales.

En todas las operaciones efectuadas entre marzo y septiembre, los tipos medios ponderados de las OFMLP instrumentadas a través de subastas a tipo múltiple se situaron un punto básico por encima del tipo marginal, lo que reflejaba unas expectativas con dispersión reducida y estable. La situación fue distinta en la OFMLP que se liquidó el 28 de octubre, en la que el tipo marginal se situó 23 puntos básicos por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, reflejando unas expectativas heterogéneas, de una subida en el tipo marginal, así como unas preferencias heterogéneas generadas por el hecho de que el vencimiento de la operación se situaba tras la transición al año 2000. En las operaciones ejecutadas el 24 de noviembre y el 22 de diciembre, la situación se normalizó parcialmente y los diferenciales entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado cayeron, respectivamente, a 9 y 3 puntos básicos.

#### **1.4 Otras operaciones de mercado abierto**

Además de los dos tipos de operaciones regulares, que son instrumentadas con compra-venta de valores con pacto de retrocesión, el marco operativo del Eurosistema contempla realizar operaciones de ajuste y operaciones estructurales, con fines específicos. Aunque las operaciones no regulares pueden también instrumentarse a través de operaciones con pacto de retrocesión, el Eurosistema decidió utilizar una amplia gama de instrumentos distintos, como las operaciones simples, los swaps de divisas, la emisión de certificados de deuda y la captación de depósitos a plazo fijo. Los instrumentos y procedimientos utilizados en la ejecución de las operaciones de ajuste pueden adaptarse a los tipos de transacciones y a los objetivos específicos perseguidos.

En 1999 el Eurosistema no efectuó ninguna operación de ajuste ni estructural, sino que dependió exclusivamente de las operaciones principales de financiación y de las operaciones de financiación a más largo plazo para la gestión de la liquidez, así como de las facilidades permanentes disponibles, y se benefició del mecanismo de promediación inherente al sistema de reservas mínimas. En el inicio del año 2000, ante unas condiciones excepcionales de los mercados, el Eurosistema decidió realizar una operación de ajuste de absorción de liquidez. El BCE aceptó depósitos a una semana a través de una subasta rápida a tipo de interés variable, por una cuantía de 14,2 m.m. de euros, a fin de drenar el exceso de liquidez acumulado en el mercado a finales de 1999, como consecuencia de circunstancias asociadas a la transición hacia el año 2000.

#### **1.5 Facilidades permanentes**

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



La facilidad marginal de crédito puede utilizarse para obtener del Eurosistema liquidez a un día, garantizada mediante activos. Habitualmente, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito supone un límite superior para el tipo de interés que se cruza en el mercado a un día.

La facilidad de depósito sirve para depositar el exceso de liquidez en el Eurosistema a un día. El tipo de interés de la facilidad de depósito suele ser el límite inferior para el tipo de interés a un día de mercado. Así pues, las dos facilidades determinan una banda de fluctuación donde se sitúa el tipo a un día de mercado. En 1999, la amplitud de esta banda varió desde los 50 puntos básicos a los 250 puntos básicos. El primer caso correspondió al período comprendido entre el 4 y el 21 de enero, cuando se estableció una banda mínima para facilitar la adaptación de las entidades de crédito al nuevo entorno. La amplitud máxima fue efectiva entre el 22 de enero y el 8 de abril. Desde el 9 de abril hasta fin de año la banda tuvo una amplitud de 200 puntos básicos.

A lo largo del año, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se cifró en 1 mm de euros y 0,8 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, en enero de 1999 se observó una utilización particularmente intensa de las facilidades permanentes, con una media de 6 mm de euros para la facilidad marginal de crédito y de 2 mm de euros para la facilidad de depósito. El elevado recurso a las facilidades permanentes se debió, en parte, al hecho de que sus costes se mantuvieron a un nivel muy reducido hasta el 21 de enero, aunque también previsiblemente fue consecuencia de que el mercado interbancario aún tenía que adaptarse al nuevo entorno.

A excepción de los primeros días del año, no se ha producido una utilización importante y simultánea de ambas facilidades permanentes en un mismo día, comportamiento que hubiera podido interpretarse como una muestra de la imperfección del mercado interbancario. No obstante, el elevado

recurso a una única facilidad podría considerarse como una indicación de la existencia de desequilibrios en la liquidez agregada. Estos desequilibrios se manifiestan, por lo general, al final de los períodos de mantenimiento de las reservas mínimas, cuando, por definición, el mecanismo de promediación del sistema ya no puede funcionar. De los once períodos de mantenimiento de 1999, la utilización media de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el último día ascendió a 3,6 mm de euros y a 6,8 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, al final de un período de mantenimiento dado, cuando se recurría de forma intensa a una de las facilidades permanentes, la otra apenas se utilizaba. Así, parece que el mercado interbancario tuvo bastante éxito en la asignación de la liquidez, incluso en los últimos días de los períodos de mantenimiento de reservas. Además, incluso el recurso considerable a las facilidades permanentes al final de los distintos períodos de mantenimiento de reservas y la alta volatilidad de los tipos interbancarios a un día no tuvieron un impacto duradero sobre los tipos de interés del mercado monetario de plazos más largos. Puede considerarse que ambos factores no generaron incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria.

## **1.6 El sistema de reservas mínimas**

Durante 1999, las dos funciones principales del sistema de reservas mínimas, esto es, la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario y la ampliación del déficit de liquidez estructural del sector bancario, se llevaron a cabo con éxito. El efecto estabilizador del sistema de reservas mínimas sobre el tipo EONIA se relaciona directamente con el papel estabilizador desempeñado por los mecanismos de promediación del sistema de reservas mínimas. En cuanto a la función de liquidez, los niveles de reservas mínimas exigidas supusieron, por lo general, más del 50% de las necesidades de financiación del sistema bancario, es decir, del saldo vivo total de las operaciones regulares de mercado abierto. Además, la remuneración de las reservas obligatorias al tipo de interés de las opera-

ciones principales de financiación del Eurosistema garantizó que el sistema de reservas no impusiera unos costes significativos sobre las entidades de crédito.

Dado el funcionamiento fluido del sistema de reservas mínimas, sus principales características, como los mecanismos de promediación, la duración del período de mantenimiento y la remuneración de las reservas obligatorias, no se modificaron en 1999. Tampoco se efectuaron cambios en el coeficiente de reservas, en la base de pasivos computables, ni en la cuantía de la franquicia que es deducible de las reservas mínimas obligatorias (100.000 euros). El único elemento que se modificó durante 1999 fue la deducción estandarizada de la base de reservas que puede aplicar cada entidad de crédito a los pasivos frente a otras entidades de crédito de la zona del euro sujetas al coeficiente de reservas mínimas del BCE. En el caso de los pasivos interbancarios instrumentados en valores distintos de acciones con un plazo de vencimiento inferior a dos años y en valores del mercado monetario, las entidades de crédito que no estaban en condiciones de justificar la parte de dichos pasivos que adeudaban a otras entidades pudieron aplicar, durante 1999, una deducción estandarizada del 10%. El 2 de diciembre, tras examinar la evidencia estadística disponible para 1999, el BCE decidió cambiar la deducción estandarizada de la base de pasivos computables, estableciéndola en el 30%, con efecto desde enero del año 2000.

Las entidades de crédito se adaptaron enseñuando al nuevo sistema de disposición de información y a los métodos utilizados para el cálculo de las reservas mínimas. Como consecuencia, los casos de incumplimiento de las reservas mínimas fueron bastante limitados a lo largo de 1999. Tras un período de gracia de tres meses, para permitir que las entidades de crédito se adaptaran a la nueva política monetaria única, el BCE puso en vigor un procedimiento para sancionar dichos incumplimientos.

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

Todas las operaciones de crédito del Eurosistema – crédito intradía y operaciones de política monetaria – han de realizarse con la garantía de activos adecuados por parte de las entidades de contrapartida. Para tener en cuenta las diferencias en la estructura financiera de los Estados miembros, los activos de garantía aceptados en las operaciones de crédito incluyen un gran número de instrumentos distintos. Existen dos categorías de activos admitidos por el Eurosistema catalogados en las denominadas “lista uno” y “lista dos”. Esta distinción se realizó exclusivamente con fines internos del Eurosistema y no afecta a la calidad de los activos ni a su aceptación en los distintos tipos de operaciones; la única diferencia estriba en que normalmente el Eurosistema no utilizaría los activos de la lista dos en las operaciones simples.

La lista uno incluye valores de renta fija negociables que satisfacen los criterios de selección uniformes para la zona del euro especificados por el BCE. La lista dos consta de activos que son de especial importancia para los mercados y sistemas financieros nacionales, establecidos por los BCNs sujetos a la aprobación del BCE.

A mediados de diciembre de 1999, la cuantía de los activos de garantía negociables de que disponía el Eurosistema para sus operaciones era de casi 5.700 mm de euros, frente a los 5.300 mm de euros disponibles en enero de 1999. Un porcentaje tan importante como el 96% estaba compuesto por activos de la lista uno. En cuanto al emisor, el 62,7% de los activos negociables de la lista uno eran valores públicos, el 32,8% correspondía a valores emitidos por entidades de crédito y el 4,2% a pagarés de empresa. Si se atiende a su vencimiento, el 93% de los activos era bonos a largo plazo y obligaciones a medio plazo mientras que el 6,5% se componía de valores a corto plazo; el porcentaje de valores de renta variable y de otros activos negociables

de la lista dos era insignificante, del 0,3% y del 0,2%, respectivamente.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar sus activos de garantía dentro de toda la zona del euro: una entidad puede obtener financiación del BCN del Estado miembro donde tiene su sede mediante el empleo de activos ubicados en otro Estado miembro (véase Capítulo V).

En 1999, el BCE efectuó, a petición de varios BCN, una evaluación de nuevas categorías de activos, bien porque no existían en 1998 o bien porque el BCE había realizado cambios, durante 1999, sobre los criterios mínimos de selección, de acuerdo a los cuales resultarían ser activos admisibles. Como resultado, la lista de activos de garantía aceptados para las operaciones de crédito del Eurosistema fue ampliada con nuevas categorías de activos.

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

El marco de la política monetaria del Eurosistema se formula con el fin de asegurar la participación de una amplia gama de entidades de contrapartida. Las entidades sujetas al sistema de reservas mínimas pueden actuar como contrapartidas en las operaciones de mercado abierto (OMA) basadas en las subastas estándar y pueden tener acceso a las facilidades permanentes<sup>1</sup>. A finales de diciembre de 1999, en torno a 7.900 entidades de crédito de la zona del euro se encontraban sujetas al sistema de reservas mínimas. Del total, alrededor de 4.100 mantenían un acceso directo o indirecto a una cuenta en el sistema para la liquidación bruta en tiempo real (LBTR), que es una condición de carácter operativo necesaria para participar en las operaciones de política monetaria. Unas 3.800 tenían acceso a la facilidad de depósito y 3.200 podían acceder a la facilidad marginal de crédito. Para poder utilizar las OMA, las entidades de contrapartida pueden necesitar, además, tener acceso a los sistemas naciona-

les de subasta, como era el caso de, aproximadamente, 2.500 entidades de contrapartida que, potencialmente, pudieron participar en las OMA durante 1999. El Eurosistema ha seleccionado unas 200 entidades para intervenir en las posibles operaciones de ajuste instrumentadas a través de subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

El número de entidades de contrapartida participantes efectivamente en las OPF ha oscilado entre 1.068, en enero de 1999, y 302, en abril de 1999, mientras que el número de participantes en las OFMLP ha variado entre 466, en enero de 1999, y 198, en septiembre de 1999. En el segundo semestre de 1999, el número de entidades de contrapartida que ha intervenido en las operaciones del Eurosistema, en comparación con el primer semestre del año, ha tendido a reducirse. Al mismo tiempo, se observó durante el año una menor participación de las entidades de pequeño tamaño en las OPF en comparación con las entidades más grandes, lo que parece indicar una reducción de los incentivos de las entidades más pequeñas a participar en las OPF. Esta evolución es atribuible a diversos factores, que incluyen, entre otros, el proceso continuo de concentración del sector bancario y la percepción por parte de las entidades de que los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por el Eurosistema en sus operaciones y los tipos EONIA eran bastante reducidos.

### **1.9 Evolución del mercado monetario**

Tras la introducción del euro y del nuevo marco de política monetaria, el mercado monetario en toda la zona del euro atravesó un proceso de profunda integración. Sin embargo, se puede concluir que tal integración no fue homogénea en los distintos seg-

<sup>1</sup> En virtud de lo previsto en el artículo 19.1 de los Estatutos del SEBC, el BCE exige, habitualmente, que las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes mantengan unas reservas mínimas. El artículo 1 de la Primera Directiva de Coordinación Bancaria (CEE/77/780) contiene una definición de "entidad de crédito"; es decir, "una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia".

mentos: el mercado de depósitos sin garantías, en el que los bancos intercambian liquidez a corto plazo sin el respaldo de activos de garantía, y los mercados de derivados se integraron con más rapidez, mientras que en el mercado de repos, en el que los participantes intercambian liquidez a corto plazo contra la entrega de activos de garantía, y en los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, pagarés de empresa y certificados de depósito) todavía existe mucho margen para lograr una mayor integración. Desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, las operaciones transfronterizas efectuadas en el mercado monetario de la zona del euro se intensificaron sustancialmente y, en la actualidad, representan más del 50% de la actividad total en todos los segmentos del citado mercado. Esta evolución se vio favorecida por el funcionamiento fluido de TARGET para la transferencia de grandes pagos en la zona del euro y en los demás países de la UE. El sistema TARGET ha resultado ser un elemento clave a la hora de garantizar una redistribución eficiente de la liquidez en la zona del euro.

Del conjunto del mercado monetario, las operaciones sin garantía y los swaps fueron los instrumentos que registraron los cambios de mayor trascendencia, incluido un incremento significativo de las transacciones

transfronterizas, el cual puede entenderse tanto como reflejo como causa de dichos cambios. También explica la homogeneidad y el alto nivel de liquidez de estos segmentos del mercado monetario. La homogeneidad se pone de manifiesto, sobre todo, en los vencimientos a un día, como muestran las muy limitadas diferencias existentes entre los tipos de interés a un día observados en los distintos países de la zona del euro.

Desde la introducción de la moneda única, se han observado otros cambios estructurales en el mercado monetario de la zona del euro, como son: el aumento de la liquidez en los mercados secundarios; la mayor concentración de las actividades relacionadas con la gestión de tesorería en euros, en comparación con la situación imperante en los anteriormente fragmentados mercados monetarios; la intensificación de la competitividad y la ampliación del número de entidades de contrapartida disponibles para cualquier entidad de crédito. En el artículo titulado “La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera”, del Boletín mensual del BCE de enero de 2000, se ofrece una descripción del desarrollo estructural de los mercados monetarios de la zona del euro.

## **2 Inversión de los activos exteriores y de los recursos propios**

### **2.1 Los activos exteriores de reserva del Eurosistema**

Corresponde al Eurosistema mantener y gestionar las reservas exteriores de los Estados miembros. Tanto el BCE como los BCN tienen reservas exteriores. Aunque los BCN gestionan sus propios activos exteriores de reserva de forma independiente, sus operaciones en el mercado de divisas se encuentran sujetas, por encima de un cierto límite, a la aprobación del BCE, con el fin de garantizar la coherencia con la política monetaria única del Eurosistema.

La transferencia de reservas exteriores de los BCN al BCE tuvo lugar en los primeros días de 1999, por el importe máximo permitido de 50 mm de euros, de los que había que deducir la proporción correspondiente a los BCN de los países que no participan en la Unión Monetaria desde su comienzo. Con ello, el importe máximo ascendería a 39,46 mm de euros, es decir, aproximadamente, el 80% de 50 mm de euros. Los activos exteriores de reserva representan una parte muy importante en el activo del balance del BCE. Según el artículo 123 del Tratado, el BCE tiene la posibilidad de solicitar a los BCN activos exteriores de reserva adicionales, una

vez se apruebe la legislación comunitaria secundaria pertinente; el BCE ha presentado una recomendación para un reglamento del Consejo de la UE.

La distribución por monedas de las reservas exteriores del BCE se ha definido atendiendo a las posibles necesidades operativas, distribución que puede modificarse siempre y cuando se considere oportuno. Del total de las reservas exteriores centralizadas en el BCE, un 15% se transfirió en forma de oro, mientras que el 85% restante estuvo denominado en dólares estadounidenses y, en menor medida, en yenes japoneses. No se lleva a cabo una gestión activa de la composición por monedas de las reservas con fines de inversión, para evitar interferencias con la política monetaria única del Eurosistema.

## **2.2 El enfoque del Eurosistema sobre la gestión de las reservas exteriores**

La gestión de las reservas exteriores del BCE tiene que garantizar que el BCE cuente, en cualquier momento, con la cantidad adecuada de recursos líquidos para intervenir en el mercado de divisas. En caso de que se fueran a producir intervenciones, se utilizarían las reservas exteriores centralizadas en el BCE. La liquidez y la seguridad son, por consiguiente, los requisitos fundamentales para invertir las reservas exteriores del BCE. Sujetas a dichas limitaciones, las reservas se gestionan de manera que se maximice su valor. Además, la gestión de los activos exteriores de reserva también contribuye a que el Eurosistema mejore su conocimiento de las técnicas de mercado y su entendimiento del comportamiento de los participantes en el mercado de cara al futuro.

Los BCN de la zona del euro gestionan las reservas exteriores del BCE de forma descentralizada. Las orientaciones clave para la inversión y la referencia estratégica se determinan por el Consejo de Gobierno, mientras que el Comité Ejecutivo decide sobre el marco táctico de la inversión. Además de la distribución por monedas, el BCE ha definido

cuatro parámetros fundamentales para la inversión de sus reservas exteriores en los mercados renta fija de Estados Unidos y Japón. En primer lugar, existe una referencia de dos niveles para la inversión por cada moneda, una referencia estratégica y otra táctica. En segundo lugar, se permiten unas desviaciones respecto a dichas referencias en términos de riesgo de tipo de interés. En tercer lugar, se acepta una lista de instrumentos y operaciones. En cuarto lugar, se imponen unos límites a los riesgos de crédito. Los BCN hacen uso de la libertad de acción que les brindan las bandas de desviación y los límites al riesgo de crédito para maximizar la rentabilidad de las carteras que gestionan por cuenta del BCE, dentro de un procedimiento para el seguimiento en tiempo real de dicha actividad, establecido por el BCE. Al llevar a cabo la actividad inversora del BCE, los BCN actúan en nombre del BCE, con un mandato de agencia, de manera que las contrapartidas del BCE en los mercados financieros internacionales puedan distinguir las operaciones efectuadas por los BCN por cuenta del BCE de las realizadas por los BCN al gestionar sus propias reservas.

El BCE, tras consulta a los BCN, selecciona las entidades de contrapartida que participan en las operaciones del BCE, atendiendo a su solvencia y eficiencia operativa. El principio general para establecer los instrumentos de los que se puede hacer uso viene determinado, fundamentalmente, por los requisitos de seguridad y liquidez. Sujeto a dichas limitaciones, el Eurosistema se esfuerza por utilizar las técnicas y prácticas más modernas de gestión de cartera y de riesgos.

## **2.3 La gestión de los recursos propios del BCE**

Se ha dotado al BCE con un capital inicial cercano a los 4.000 millones de euros. El fin primordial del capital es proporcionar al BCE un fondo de reservas que aporte renta suficiente y, al mismo tiempo, mantenga un nivel de seguridad adecuado. De acuerdo con el artículo 123 del Tratado, existe la posibilidad de

aumentar el capital del BCE, una vez se apruebe la legislación comunitaria secundaria pertinente. El BCE ha presentado una recomendación para un reglamento del Consejo de la UE al respecto.

Dado que todos los recursos propios del BCE se encuentran invertidos actualmente en activos denominados en euros, resulta de la mayor importancia impedir cualquier interferencia en las decisiones de política monetaria del BCE. Para evitar la utilización de información privilegiada, o, incluso, su mera sospecha, en la gestión de los recursos propios, y para proteger la reputación del BCE, se ha establecido un procedimiento operativo específico, acorde con el llamado concepto de “muralla china”. Está en funcionamiento una estricta división funcional y física entre la unidad que gestiona los recursos propios y las demás unidades del BCE.

El marco de inversión básico es coherente con la metodología aplicada en la gestión de las reservas exteriores del BCE (véase sección II.2.1), aunque con la salvedad de que la mayor parte de los recursos propios del BCE se invierte en instrumentos a largo plazo denominados en euros. Además, el BCE sigue un planteamiento de inversión relativamente pasivo, especialmente en lo que respecta al mercado monetario, para no generar señales de política monetaria. Tras la adquisición de acciones del BPI, el 7 de diciembre de 1999, parte del capital del BCE ha pasado a financiar dicha compra.

La lista de entidades de contrapartida aceptadas para invertir los recursos propios del BCE y la documentación jurídica correspondiente, aunque elaboradas de forma independiente, satisfacen los mismos criterios de solvencia y eficiencia operativa que las referidas a la gestión de los activos exteriores del BCE.

### 3 Operaciones de los sistemas de pago y de liquidación

#### 3.1 El sistema TARGET

##### *Inicio de las operaciones de TARGET*

El sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer) fue diseñado para cumplir dos objetivos principales: en primer lugar, facilitar la integración del mercado monetario en euros con el fin de permitir la correcta aplicación de la política monetaria única y, en segundo lugar, mejorar la solvencia y la eficiencia de los pagos transfronterizos en euros dentro de la UE. El sistema comenzó a operar, con éxito, el lunes 4 de enero de 1999, junto con otros sistemas de grandes pagos en euros. Debido a que las entidades necesitaron algún tiempo para adaptarse al nuevo entorno de los sistemas de pagos y a las nuevas prácticas de gestión de tesorería, el SEBC ofreció una ampliación de horario entre el 11 y el 29 de enero de 1999, retrasando una hora el cierre, de las 18.00 h. a las 19.00h. Para evitar abusos relacionados con dicha ampliación, se cobró una tarifa especial de 15 euros por cada

pago efectuado durante dicha hora adicional. Las entidades fueron progresivamente gestionando su liquidez de manera más eficiente, por lo que no fue necesario seguir haciendo uso de la ampliación de horario de TARGET. Sin embargo, para que a los participantes en TARGET les resultara más fácil gestionar sus posiciones al cierre de la sesión, el BCE decidió que, a partir del 5 de febrero de 1999, la hora límite para solicitar acceso a la facilidad marginal de crédito del Eurosistema debería coincidir con la correspondiente a la facilidad de depósito, es decir, 30 minutos después del cierre efectivo de TARGET.

##### *Evolución de TARGET en 1999*

Unas 34.000 entidades (principalmente instituciones de crédito, incluyendo sus sucursales y filiales) en la UE pueden acceder a TARGET. En 1999, la media diaria del número de pagos procesados por el sistema en su conjunto, es decir, pagos transfronterizos y nacionales, ascendió a 163.157, correspon-

dientes a un importe de 925 mm de euros. La actividad transfronteriza de TARGET aumentó ininterrumpidamente durante todo el período. Las cifras de diciembre, en comparación con las de enero de 1999, muestran un incremento del 58% en el número de operaciones y del 6% en términos de importes. El porcentaje de pagos transfronterizos sobre el total de pagos en TARGET durante 1999 fue del 18% en términos de operaciones (media diaria de 28.777 pagos) y del 39% en términos de importes (una media de 360 mm de euros diarios). Hasta la fecha, el máximo se alcanzó el 22 de febrero de 2000 en lo referente a operaciones en torno a 52.000 pagos transfronterizos procesados y el 31 de enero de 2000 en relación a los importes, fecha en la que el total de los pagos procesados ascendió a 522 mm de euros.

El importe medio de cada operación procesada por TARGET y otros sistemas de grandes pagos en euros se redujo a lo largo de 1999, principalmente debido al desplazamiento progresivo de los pagos comerciales tramitados previamente a través de corresponsales hacia los sistemas de pagos organizados. En diciembre de 1999, el 34% de los pagos transfronterizos procesados a través de TARGET fueron pagos de clientes, mientras que dichos pagos sólo representaron el 15% en enero de 1999. La utilización de TARGET y de otros sistemas de grandes pagos para procesar los pagos de clientes, en sustitución de los acuerdos con corresponsales, permite a las empresas mejorar su gestión de tesorería.

En el apartado de TARGET de la dirección de Internet del BCE se facilitan datos estadísticos regularmente actualizados sobre TARGET y los distintos sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) participantes en TARGET o conectados a él.

### **Marco operativo**

Desde un punto de vista técnico, TARGET ha demostrado ser capaz de procesar un número importante de grandes pagos con reducidos

tiempos de transmisión. El requisito de que el crédito intradía esté plenamente garantizado no ha resultado ser un problema y la diferencia de tarifas entre TARGET y sistemas alternativos no ha impedido que las entidades de crédito hicieran un amplio uso de TARGET. Incluso las entidades de mayor tamaño, que podrían disponer de alternativas más baratas para procesar sus pagos, utilizan TARGET para los grandes pagos, dadas las ventajas que presenta el sistema en cuanto a la gestión de la liquidez y los riesgos. Además, muchas entidades pequeñas y medianas, que no tienen acceso a otros sistemas, han encontrado en TARGET una alternativa eficaz a los acuerdos de corresponsalía.

Debido a la importancia de TARGET para los mercados monetarios del área del euro y su interdependencia con los sistemas de grandes pagos y liquidación en euros, se debe garantizar un muy alto nivel de disponibilidad técnica. Sin embargo, la actuación de algunos componentes del sistema no ha sido siempre plenamente satisfactoria. En esos casos la mejora de la disponibilidad del sistema ha sido considerada de la mayor prioridad y abordada activamente.

Con respecto al calendario de TARGET, en 1999 el sistema cerró el día de Año Nuevo, el día de Navidad y, para incrementar la seguridad de la transición al año 2000, excepcionalmente el 31 de diciembre. Sin embargo, el número de pagos procesados fue bastante bajo en días tradicionalmente festivos en la mayoría de los países de la zona del euro. Así pues, y a petición del sector bancario europeo, el BCE decidió en julio de 1999 considerar como inhábiles en el año 2000, además de los sábados y domingos, los seis días correspondientes a Año Nuevo, Viernes Santo, Lunes de Pascua, 1º de mayo (día del Trabajo), día de Navidad y el 26 de diciembre. Estas fechas son, de hecho, días en que no se efectúan liquidaciones en el mercado monetario ni en los mercados financieros en euros, ni tampoco operaciones con divisas contra euros. No obstante, en los países de la zona del euro en los que uno de esos días no sea festivo, el sistema SLBTR correspondiente

podrá permanecer abierto, para procesar determinados tipos de pagos nacionales.

### **Diálogo con los usuarios de TARGET**

Durante 1999, el BCE informó regularmente de los desarrollos relativos a TARGET, tanto en la sección de Internet destinada a TARGET como en las ediciones trimestrales de su Boletín mensual. En el segundo trimestre de 1999, los BCN pusieron a disposición de los usuarios del sistema una versión actualizada del documento "Information Guide for Credit Institutions Using TARGET" con información más detallada sobre TARGET, dirigida específicamente a ellos

Para seguir siendo atractivo, TARGET tiene que hacer frente a las necesidades presentes y futuras del mercado. A este respecto, el intercambio activo de puntos de vista y la cooperación con sus usuarios desempeñan una función importante. Por ello, el BCE realizó una encuesta en 1999 sobre como percibían los usuarios el servicio de pagos transfronterizos ofrecido por TARGET. Los principales resultados de la encuesta se presentaron en el informe titulado "Cross border payments in TARGET: A users' survey", publicado por el BCE en noviembre de 1999. Los datos para elaborar el informe se obtuvieron a partir de un cuestionario dirigido a las diferentes asociaciones bancarias europeas y a los grupos nacionales de usuarios de TARGET. Además, en septiembre de 1999, se celebró una reunión en la sede del BCE sobre TARGET y los sistemas de grandes pagos, con los participantes en el mercado, donde se obtuvo una información muy valiosa. Uno de los resultados del informe fue que un gran grupo de entidades está satisfecha con el servicio que TARGET ofrece actualmente. Sin embargo, en particular, los grandes participantes preferirían una mayor armonización en el servicio ofrecido por los distintos SLBTR que participan en TARGET. Las peticiones de esas entidades abarcaban desde la armonización del formato de los mensajes, hasta la oferta de un servicio uniforme a través de TARGET. El Eurosistema seguirá reca-

bando activamente las opiniones y los comentarios de los distintos grupos nacionales y, en general, de la comunidad financiera y bancaria.

### **3.2 El modelo de corresponsalía entre bancos centrales**

El modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) fue establecido para facilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y de crédito intradía del SEBC. En el MCBC, los bancos centrales nacionales actúan como corresponsales unos de otros y, así, permiten que las entidades de contrapartida utilicen todos sus activos de garantía para obtener crédito de su banco central nacional.

La experiencia del MCBC durante el primer año de funcionamiento ha demostrado que ha cumplido con éxito los fines para los que fue creado. El valor de los activos en custodia utilizados de forma transfronteriza aumentó ininterrumpidamente, cifrándose en 162,7 mm de euros, a finales de 1999. Alrededor del 17% del total de activos de garantía de las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema se proporciona a través del MCBC. El empleo del MCBC ha sido asimétrico entre los distintos países, concentrándose la mayor parte de la actividad en unos pocos BCN. Los principales proveedores de activos de garantía, que actúan como bancos centrales corresponsales, son Italia, que proporciona casi la mitad del total, Bélgica y Alemania. Sin embargo, los principales usuarios de activos de garantía, que actúan como bancos centrales prestamistas, son Alemania, que utiliza en torno a un cuarto del total, Países Bajos y Francia. Si bien las cifras absolutas del uso transfronterizo de activos de garantía en Irlanda y Luxemburgo no son muy elevadas, la importancia relativa de los activos de garantía ubicados en el extranjero para las entidades de contrapartida de ambos países es significativa. Debido a la escasez de activos de garantía nacionales en Irlanda y Luxemburgo, los activos de garantía transfronteri-



zos mantenidos a través del MCBC sobre el total de garantías en cartera de las entidades de contrapartida suponen el 90% en Luxemburgo y el 55% en Irlanda. El análisis del MCBC también muestra que, en el primer año de funcionamiento, las entidades de contrapartida no hicieron un uso activo de las garantías sujetas al MCBC. En promedio, los activos se mantuvieron en garantía durante un período de al menos cuatro meses antes de que la entidad de contrapartida solicitara su devolución. Por su parte, la utilización transfronteriza de los activos de la lista 2 es insignificante. Dado que estos activos solo son importantes en el ámbito nacional, obviamente no resulta sorprendente que rara vez se encuentren en las carteras de las entidades de contrapartida extranjeras. Hasta ahora, el MCBC ha constituido la principal herramienta para la entrega transfronteriza de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito. Otros sistemas alternativos para estas transferencias transfronterizas, como los enlaces entre los sistemas de liquidación de valores, cuya utilización se ha permitido desde el mes de mayo de 1999, a finales de año habían sido empleados alrede-

dor de un 4% en relación al total de las tenencias de activos de garantía.

Las comisiones de las transferencias transfronterizas realizadas a través del MCBC se incrementaron a partir del 1 de octubre de 1999, con el objetivo básico de cubrir los costes incurridos por los BCN para establecer el modelo y aquellos derivados de la gestión del mismo. A la luz de la experiencia adquirida al utilizar este sistema, se emprendió un estudio para determinar los costes reales. Como consecuencia, la comisión de 5 euros por operación efectuada a través del MCBC se sustituyó por una tarifa múltiple compuesta por una comisión por operación de 30 euros y una comisión combinada por custodia y administración del 0,0069% anual sobre la cantidad de activos de garantía mantenidos en el MCBC. Como ocurría anteriormente, las nuevas comisiones pretenden cubrir los costes del banco central correspondiente que mantiene los activos de garantía por cuenta del banco central prestamista, quien, a su vez, puede cobrar comisiones adicionales para cubrir los costes incurridos en la gestión del modelo.

#### 4 Gestión de riesgos

Los principales riesgos cuantificables y no cuantificables que se derivan de las operaciones de política monetaria y de sistemas de pagos del Eurosistema, así como de las operaciones de los activos exteriores de reserva y de los recursos propios del BCE son el riesgo de crédito, el riesgo de mercado, el riesgo de liquidez y el riesgo de carácter operativo. Existe un procedimiento para identificar, controlar y gestionar los riesgos que se derivan de dichas operaciones, que se ha desarrollado con arreglo a las prácticas de mercado más adecuadas.

##### **Riesgo de crédito**

El riesgo de crédito es el riesgo de incurrir en pérdidas debido al incumplimiento de una relación contractual por parte de una entidad

de contrapartida o a la quiebra del emisor de un valor mantenido por el Eurosistema. El riesgo de crédito del Eurosistema aparece en las operaciones de política monetaria y de sistemas de pagos, principalmente mediante la provisión de la liquidez intradía en el sistema TARGET. Por su parte, el BCE incurre en riesgo de crédito en las operaciones de divisas y de gestión de sus recursos propios.

El riesgo de crédito relacionado con las operaciones de política monetaria y con los sistemas de pagos está limitado por el uso de los activos subyacentes aportados por las contrapartidas como garantía y pignorados en el Eurosistema en el curso de las operaciones de mercado abierto o de provisión de liquidez intradía. Además de que para estas operaciones solo se admiten activos de una calidad elevada, el riesgo de crédito se

controla utilizando criterios de selección coherentes y prudentes en el conjunto del Eurosistema. El riesgo de crédito relacionado con las tenencias de activos exteriores de reserva y con la gestión de los recursos propios queda limitado mediante la elección de entidades de contrapartida y emisores con una elevada solvencia. Además, se establecen límites al riesgo de crédito para los países, emisores y entidades de contrapartida, con el fin de reducir el mismo.

### **Riesgo de mercado**

El riesgo de mercado es el riesgo de incurrir en pérdidas debido a movimientos en los tipos de interés, el denominado riesgo de tipos de interés, y en los tipos de cambio, el denominado riesgo de tipo de cambio. Los elementos clave en el área de la gestión de riesgos de mercado de las operaciones del BCE de divisas y de gestión de los recursos propios son las referencias estratégicas de los tipos de interés; las referencias para la distribución por monedas; una lista de instrumentos admitidos y un sistema de información centrado, fundamentalmente, en la medición de la exposición a los riesgos de mercado y de los resultados de las carteras.

El riesgo de tipos de interés relacionado con las tenencias de activos exteriores de reserva y con la gestión de los recursos propios se controla, sobre todo, con la duración modificada. La fluctuación de la duración modificada de las carteras de recursos propios y de activos exteriores de reserva está limitada por unas bandas de desviación alrededor de la duración modificada de las referencias estratégicas. El riesgo de tipo de cambio de las carteras de activos exteriores de reserva queda limitado por las bandas de desviación en torno a la referencia para la distribución por monedas. También se utilizan medidas de valor en riesgo para complementar el análisis. Sobre los resultados de las carteras de fondos propios y de activos exteriores de reservas se efectúa un seguimiento y se proporciona información de forma continuada.

En relación a las operaciones de política monetaria y de sistemas de pago, el riesgo de mercado implícito en los activos subyacentes entregados como garantía es gestionado por el Eurosistema mediante la aplicación de medidas de control de riesgo adecuadas, como por ejemplo, recortes y márgenes.

### **Riesgo de liquidez**

El riesgo de liquidez es el riesgo de no poder deshacer o liquidar, o al menos no poder hacerlo con facilidad, una posición concreta, al precio de mercado previo o a un precio cercano al mismo, debido a una profundidad de mercado no adecuada o a interrupciones en el mercado. Este riesgo se limita con medidas apropiadas de control, como por ejemplo recortes en el precio o márgenes, en las operaciones de política monetaria y de sistemas de pagos; y por la elección apropiada de los instrumentos aceptados, y de la estructura de los vencimientos de las carteras, en las operaciones de divisas y de fondos propios

### **Riesgo de carácter operativo**

El riesgo de carácter operativo es el riesgo de incurrir en pérdidas debido a fallos del sistema, errores humanos, incumplimientos del control interno, fraudes, catástrofes u otros hechos imprevistos que afectan a sus operaciones. Para reducir el riesgo de carácter operativo, se han establecido unos controles internos de todos los flujos operativos. El Eurosistema mantiene mecanismos de contingencia para respaldar sus operaciones

### **Estado actual**

La mejora continuada de la gestión de riesgos es una tarea a la que se presta gran atención. Actualmente, están analizándose las metodologías y los sistemas de gestión de riesgos y debatiéndose las prácticas de dicha gestión al nivel del Eurosistema.



## **Capítulo III**

### **Evolución económica en otros países de la Unión Europea**

El Eurosistema y los BCN de los países de la UE no participantes mantienen una estrecha cooperación en el marco del Consejo General del BCE, al objeto de contribuir al mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la UE. En este contexto, el análisis de la situación macroeconómica y de las políticas monetarias y cambiarias es una parte esencial de las labores de coordinación entre el Eurosistema y los cuatro BCN no participante en la zona del euro. Aunque en dichos BCN la política monetaria se encuadra en marcos institucionales y operativos diferentes, el objetivo último de la política monetaria es, en todos los casos, mantener la estabilidad de precios.

### Dinamarca

En Dinamarca, se estima que el producto interior bruto (PIB) real aumentó un 1,5% en 1999, lo que representa una desaceleración bastante notable con respecto a la media de la zona del euro y a las altas tasas de crecimiento de alrededor del 3% registradas desde mediados de 1993 hasta 1998. A lo largo de 1999, el impacto de las medidas que adoptaron las autoridades en 1998 para reducir la demanda interna y aumentar el ahorro (el llamado plan *Whitsun*), combinado con los efectos derivados de la subida de los tipos de interés a largo plazo, contribuyeron a una acusada desaceleración de la demanda interna. No obstante, mejoraron las perspectivas del entorno exterior, lo que supuso un respaldo a las exportaciones netas, que se tradujo en un nuevo superávit por cuenta corriente. En general, en comparación con la mayoría de los países de la zona del euro, Dinamarca todavía disfrutaba de una posición relativamente adelantada en el ciclo económico y de una brecha de producción positiva. En 1999, la situación del mercado de trabajo danés siguió mostrando tensión; la tasa de desempleo era de 4,1% en diciembre, la cifra más baja en casi 20 años, ya que la oferta de mano de obra no aumentó a pesar de las recientes iniciativas adoptadas en el mercado laboral. Además, en 1999, los salarios reales se incrementaron por encima de los niveles de creci-

miento de la productividad, al igual que en los dos años anteriores.

Como consecuencia de un crecimiento de los salarios de alrededor del 4% y del hecho de que la reducción de los precios del petróleo ya no estuviera actuando como contrapeso, las presiones inflacionarias continuaron aumentando en 1999. Por consiguiente, el diferencial con respecto a la zona del euro de la tasa de crecimiento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se amplió, hasta situarse en 1,4 puntos porcentuales en diciembre de 1999, con una tasa media de crecimiento del IACP del 3,1% en 1999, frente a la media de 1,3% registrada en 1998. Las subidas salariales se hicieron más moderadas en el sector industrial, pero aumentaron en el sector servicios, más protegido. No obstante, el aparente incremento de los costes salariales totales en 1999 se debió, sobre todo, al conflicto que se produjo en el mercado de trabajo en la primavera de 1998, que distorsionó los datos de ese año, de modo que la factura total de los salarios resultó ser menor de lo normal.

En los últimos años, tras el proceso de notable saneamiento presupuestario que tuvo lugar en el período comprendido entre 1993 y 1997 (cuando el presupuesto pasó de un déficit del 2,9% del PIB a un superávit del 0,1% del PIB), el saldo financiero de las Administraciones Públicas ha continuado mejorando. En junio de 1998, se puso en marcha un nuevo programa de austeridad fiscal –el plan *Whitsun*– que reducirá gradualmente las desgravaciones fiscales de los pagos por intereses y elevará los impuestos indirectos en el período comprendido entre los años 1999 y 2002, y cuyo objetivo es contrarrestar las presiones inflacionistas que trajo consigo el aumento significativo de la demanda interna. El superávit de las Administraciones Públicas ascendió al 3,0% del PIB en 1999, casi dos puntos porcentuales más que en el año anterior, mientras que la *ratio* de deuda con respecto al PIB también siguió mejorando, con una reducción de 3,3 puntos porcentuales en 1999, hasta situarse en el 52,6%.

## Cuadro 6

### Indicadores macroeconómicos de Dinamarca

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV
PIB real	0,8	5,8	3,7	2,8	3,1	2,7	1,5	0,5	1,8	1,0	.
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:<sup>1)</sup></i>											
Demanda interior real, incluida la variación de existencias	0,6	6,6	5,0	2,4	4,2	4,4	.	0,4	-0,9	0,6	.
Exportaciones netas	0,4	-0,8	-1,4	0,4	-1,1	-1,6	.	0,3	2,5	0,4	.
IAPC	0,9	1,8	2,0	2,1	1,9	1,3	2,1	1,4	1,8	2,3	2,8
Remuneración por asalariado	2,3	3,5	3,5	2,9	3,8	3,0	.	4,5	6,3	3,7	.
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	0,0	-2,5	0,5	1,4	2,8	2,4	.	6,3	4,3	3,6	.
Precios de las importaciones	-0,7	1,5	2,4	0,2	2,1	-0,7	-0,3	-2,7	-1,9	0,4	3,1
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	.	.	.	.	0,1	-0,1	.	0,2	0,1	0,2	.
Empleo total	-1,5	-0,4	0,7	1,4	2,1	2,1	1,0	2,3	-0,0	1,0	.
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	10,1	8,2	7,2	6,8	5,6	5,1	4,5	4,8	4,5	4,4	4,2
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>2) 3)</sup>	-2,9	-2,4	-2,3	-1,0	0,1	1,2	3,0	-	-	-	-
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>2)</sup>	78,0	73,5	69,3	65,0	61,3	55,6	52,6	-	-	-	-
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>4)</sup>	11,0	6,2	6,1	3,9	3,7	4,1	3,3	3,5	3,0	3,1	3,6
Tipo de interés a largo plazo a diez años (en %) <sup>4)</sup>	7,3	7,8	8,3	7,2	6,3	4,9	4,9	4,2	4,5	5,3	5,6
Tipo de cambio frente al ECU o al euro <sup>4) 5)</sup>	7,59	7,54	7,33	7,36	7,48	7,50	7,44	7,44	7,43	7,44	7,44

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 97.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

La estrategia de política monetaria adoptada por el *Danmarks Nationalbank* supone la estabilización del tipo de cambio de la corona danesa frente al euro. Dinamarca participa en el MTC II desde el 1 de enero de 1999, con una banda de fluctuación estrecha de  $\pm 2,25\%$  en torno a la paridad central del euro. En 1999, la corona danesa se mantuvo estable frente al euro en torno a un nivel ligeramente superior a su paridad central en el MTC II de 7,46038 coronas por euro. En el primer semestre de 1999, el *Danmarks Nationalbank* redujo dos veces sus tipos de interés de intervención: el tipo de interés de los préstamos bajó 50 puntos básicos el 9 de abril –después de que el Eurosistema adoptase una decisión similar– y otros 5 puntos básicos el 17 de junio. Acompañando a la subida de los tipos de interés del Eurosistema, el banco

central danés elevó el tipo de interés de los préstamos 45 puntos básicos el 4 de noviembre de 1999, 30 puntos básicos el 3 de febrero de 2000 y 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,85% el 16 de marzo de 2000. Considerando el conjunto del año, los tipos de interés a corto plazo, medidos por los tipos a tres meses del mercado monetario, subieron 0,2 puntos porcentuales y el diferencial frente a tipos de interés comparables de la zona del euro se mantuvo estable en torno a 20 puntos básicos. A finales de febrero del 2000, los tipos de interés a corto plazo se situaron en un 4,1%, lo que representa un diferencial de 50 puntos básicos con respecto a los tipos vigentes en la zona del euro.

Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, siguieron la tendencia alcista de los tipos internacionales durante 1999, aumentando aproximadamente 1,3 puntos porcentuales. En febrero del 2000, el diferencial frente a los tipos medios de la zona del euro ascendió casi a 30 puntos básicos, es decir, prácticamente el mismo nivel observado desde el comienzo de 1999.

### Grecia

Grecia siguió registrando un crecimiento económico vigoroso en 1999. La tasa de crecimiento del PIB en 1998 (3,7%) sólo se redujo ligeramente, hasta alcanzar el 3,5%, en 1999, principalmente como resultado de una ligera contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. El principal motor del crecimiento siguió siendo la inversión pública y privada. La formación bruta de capital fijo creció en términos reales un 8,1% en 1998 y un 8,3% en 1999. El crecimiento del consumo privado aumentó ligeramente, del 2,1% en 1998 al 2,6% en 1999, revirtiéndose así la desaceleración registrada anteriormente. La tasa de desempleo descendió ligeramente a una media anual estimada del 10,5% en 1999. La tasa de crecimiento del empleo se redujo del 3,4% en 1998 al 1,2% en 1999<sup>1</sup>. Según estimaciones, el déficit comercial en 1999 (distorsionado, en parte, por exportaciones no registradas) se situó aproximadamente en el mismo nivel del año anterior, es decir, en torno al 13% del PIB.

La tasa de inflación medida por el IAPC mantuvo su tendencia descendente en 1999. En septiembre, la tasa de variación interanual del IAPC se situó en su nivel mínimo (1,5%), es decir, dos puntos porcentuales por debajo del 3,5% registrado en enero del mismo año. Sin embargo, en los tres últimos meses de 1999, se produjo una ligera aceleración, como consecuencia, principalmente, del alza de los precios de la energía, alcanzándose un nivel del 2,4% en diciembre, es decir, 0,7 puntos porcentuales por encima de la media de la zona del euro.

Los principales factores que contribuyeron a la reducción general de la inflación fueron la política monetaria orientada a la estabilidad que aplicó el Banco de Grecia y un notable descenso de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios (del 5,5% en 1998 al 2,5% en 1999). La desaceleración del crecimiento de dichos costes se sustentó, a su vez, en el fuerte aumento de la productividad y en la constante moderación salarial, a raíz del acuerdo por dos años suscrito por los interlocutores sociales en mayo de 1998. La inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos los precios de los alimentos estacionales y la energía, siguió una trayectoria descendente casi todo el año 1999, bajando del 4,4% en enero al 1,7% en diciembre. Otros factores que explican el descenso de la inflación fueron los diversos recortes de los impuestos indirectos en 1998 y 1999 y, en menor medida, los “acuerdos entre caballeros” que suscribió el Gobierno de Grecia con la industria para estimular la moderación de los precios en el sector privado. Se estima que el efecto combinado de ambas medidas representó un punto porcentual, aproximadamente.

Tras un recorte considerable del déficit de las Administraciones Públicas desde el 13,8% del PIB en que se situaba en 1993 al 2,5% del PIB en 1998, el proceso de saneamiento de las finanzas públicas continuó en Grecia en 1999, reduciéndose en mayor medida el déficit, hasta situarse en un 1,6% del PIB. Esta reducción obedeció a la favorable evolución de los ingresos presupuestarios, que aumentaron del 50,8% del PIB en 1998 al 51,7% del PIB en 1999. La ratio gasto total/PIB, por otra parte, sólo registró un ligero descenso, del 53,3% en 1998 al 53,2% en 1999, como consecuencia, principalmente, de la reducción de los pagos de intereses. El superávit primario también se incrementó, del 6,4% al 7,1% del PIB. La deuda pública se redujo en 1,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 104,4% del PIB en 1999; esta reducción se produjo a un

<sup>1</sup> La elevada cifra de crecimiento del empleo en 1998 refleja el hecho de que se otorgase permiso de trabajo a más de 20.000 inmigrantes que, hasta entonces, se encontraban en situación ilegal.

ritmo algo menos rápido que en 1997 y 1998, cuando decreció unos tres puntos porcentuales cada año, aproximadamente. La *ratio* de la deuda evolucionó de forma menos favorable de lo que el comportamiento del déficit y el crecimiento nominal del PIB sugerirían, lo que se debió, en conjunto, a ajustes desfavorables entre la deuda y el déficit, entre los que se encontraron transferencias de capital a empresas públicas y efectos de revaluación. En el programa de convergencia actualizado, presentado en diciembre de 1999, se establecieron unos objetivos presupuestarios más ambiciosos que en el programa de convergencia anterior, favorecidos por unos resultados más favorables de lo previsto en años anteriores. Las proyecciones indican que el déficit se reducirá aún más, para situarse en un 1,2% del PIB en el año 2000 y en un 0,2%

del PIB en el 2001. Solo se prevé una ligera reducción de la deuda en el año 2000 y un descenso más notable, de casi 4 puntos porcentuales – hasta el 99,5% del PIB – en el año 2001.

El objetivo principal de la estrategia de política monetaria del Banco de Grecia continuó siendo el mantenimiento de la estabilidad de precios, definiéndose ésta como un incremento interanual del Índice de Precios de Consumo (IPC) inferior al 2%. La dracma griega se incorporó al MTC el 16 de marzo de 1998 y ha participado en el mecanismo desde el 1 de enero de 1999, dentro de una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$  en torno a la paridad central de 353,109 dracmas por euro. A lo largo de 1999, la dracma se cotizó en promedio a un 8,4% por encima de su

## Cuadro 7

### Indicadores macroeconómicos de Grecia

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV
PIB real	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,4	3,7	3,5	.	.	.	.
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> <sup>1)</sup>											
Demanda interior real, incluida la variación de existencias	-1,0	1,3	4,2	3,5	4,4	3,4	3,9	.	.	.	.
Exportaciones netas	-0,6	0,7	-2,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,4	.	.	.	.
IAPC	.	.	.	7,9	5,4	4,5	2,3	3,4	2,2	1,7	2,2
Remuneración por asalariado	9,8	10,8	12,9	8,8	12,4	5,8	4,8	-	-	-	-
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	12,6	10,7	11,6	5,9	8,4	5,5	2,5	-	-	-	-
Precios de las importaciones	7,7	5,8	6,8	5,0	2,2	5,1	0,6	-	-	-	-
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	-0,8	-0,1	-2,4	-3,6	-4,0	-3,0	-2,7	-	-	-	-
Empleo total	0,9	1,9	0,9	-0,4	-0,3	3,4	1,2	-	-	-	-
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	8,6	8,9	9,1	9,8	9,7	10,9	10,5	-	-	-	-
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>2) 3)</sup>	-13,8	-10,0	-10,2	-7,4	-3,9	-2,5	-1,6	-	-	-	-
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>2)</sup>	116,9	109,3	108,7	111,3	108,5	105,4	104,4	-	-	-	-
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>4)</sup>	19,1	26,7	16,4	13,8	12,9	13,9	10,3	10,8	10,0	10,1	10,4
Tipo de interés a largo plazo a diez años (en %) <sup>4)</sup>	23,4	20,9	17,3	14,6	10,2	8,5	6,3	6,1	5,9	6,6	6,7
Tipo de cambio frente al ECU o al euro <sup>4) 5)</sup>	268	288	303	306	309	331	326	323	325	326	329

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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



paridad central, de conformidad con el objetivo de estabilidad de precios. El 17 de enero de 2000, la dracma revaluó un 3,5% su paridad central, que quedó situada en 340,750 dracmas por euro.

Dentro de su estrategia de política monetaria, el Banco de Grecia establece bandas de referencia de crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito interno, situadas actualmente, para ambas variables, entre el 7% y el 9%, en términos de tasa interanual de crecimiento. En 1999, el agregado monetario amplio no alcanzó los límites de referencia, creciendo a una tasa media anual del 5,6%, mientras que la expansión del crédito interno se estabilizó en el segundo semestre de 1999, como consecuencia, en parte, de las exigencias temporales de reservas impuestas por el Banco de Grecia al crecimiento del mismo. Sin embargo, la tasa anual de crecimiento del crédito interno se mantuvo en el 12,3%, por encima del rango de referencia de 1999.

El Banco de Grecia redujo el tipo fijo de subasta de los depósitos a 14 días al 12%, el 13 de enero de 1999, y volvió a reducirlo al 11,5% y al 10,75% el 20 de octubre y el 15 de diciembre de 1999, respectivamente. El 26 de enero y el 8 de marzo de 2000, fue disminuido en 100 y 50 puntos básicos respectivamente el tipo básico de los depósitos a 14 días, situándolo en el 9,25%. Al comienzo de 1999, los tipos de interés a corto plazo mantuvieron su trayectoria descendente con respecto a un nivel medio anual del 13,9% en 1998, hasta situarse en torno al 10% en el segundo trimestre de 1999. A partir de entonces, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron bastante estables durante el resto del año, salvo en noviembre, cuando registraron una subida transitoria. En los dos primeros meses de 2000, el tipo de interés a tres meses (ATHIBOR) volvió a bajar, hasta situarse en 8,7%. Ello se tradujo en un diferencial de alrededor de 510 puntos básicos respecto a tipos similares de la zona del euro, frente a un diferencial de 850 puntos básicos existente al principio de 1999.

En los primeros meses del año 1999, continuó también la tendencia descendente de los tipos de interés a largo plazo, reduciéndose los tipos a diez años del 6,3% en enero al 5,8% en mayo. Posteriormente, los tipos de interés a largo plazo fueron elevándose de forma gradual, hasta alcanzar el 7,0% en octubre, pero volvieron a bajar para situarse alrededor del 6,4% al final de febrero de 2000. El diferencial frente a los rendimientos medios de la zona del euro se redujo de 250 puntos básicos, en enero de 1999, a 80 puntos básicos aproximadamente, en febrero de 2000.

### **Suecia**

El crecimiento del PIB real en Suecia fue del 3,8% en 1999, lo que representó una aceleración con respecto al 3,0% registrado en 1998. La fuerza impulsora fue, al igual que en el año anterior, el fuerte crecimiento de la demanda interna, como resultado de la favorable expansión de la renta real disponible (debido, sobre todo, a las muy bajas tasas de inflación) y del empleo, los aumentos de los precios de los activos y los niveles históricamente bajos de los tipos de interés. El consumo privado y la formación de capital fueron las partidas que registraron un mayor aumento, mientras que la contribución de las variaciones de existencias al crecimiento fue negativa, e igual a -0,5 puntos porcentuales. Además, la desaceleración de la actividad económica mundial a finales de 1998 y principios de 1999 afectó menos de lo previsto al crecimiento de las exportaciones, mientras que el crecimiento de las importaciones se redujo considerablemente. Así pues, la contribución del comercio exterior al crecimiento volvió a ser positiva, tras el signo negativo de 1998. Desde el otoño de 1997, la tasa de desempleo ha descendido significativamente y el empleo se aceleró en 1999, principalmente en el sector privado de los servicios. Al final de 1999, el desempleo se situó en un 6,5% de la población activa, frente a una media del 8,3% en 1998. El superávit de la balanza comercial ascendió casi al mismo nivel que en 1998, es decir, al 6,9% del PIB, mientras que el superá-

vit por cuenta corriente se redujo ligeramente, situándose en un 2,8% del PIB.

La inflación, medida por los precios de consumo, comenzó a aumentar desde niveles muy bajos en 1999, debido, principalmente, al alza de los precios del petróleo. La inflación subyacente, medida por el UNDIX (IPC, excluido el gasto en concepto de intereses y los efectos directos de la modificación de las subvenciones y de los impuestos indirectos) aumentó desde menos del 1% en 1998 al 1,9% en diciembre de 1999. En dicho mes, la inflación medida por el IAPC fue del 1,2%, situándose 0,5 puntos porcentuales por debajo de la media de la zona del euro. Durante la mayor parte del año, Suecia fue uno de los tres Estados miembros de la UE con mejores resultados en materia de estabi-

lidad de precios. Sin embargo, los salarios reales continuaron creciendo a un ritmo más rápido que la productividad y, a medio plazo, estos siguen siendo la principal amenaza para la estabilidad de precios y para el empleo.

En 1999, tras el intenso proceso de saneamiento presupuestario del período comprendido entre 1993 y 1998, en el que el presupuesto pasó de un déficit del 11,9% del PIB a un superávit del 1,9% del PIB, la situación de las finanzas públicas se mantuvo estable, con un superávit del 1,9% del PIB. En 1999, la *ratio* de la deuda se redujo 6,9 puntos porcentuales, para situarse en el 65,5% del PIB. El programa de convergencia actualizado de Suecia, presentado en noviembre de 1999, establece como objetivo de superávit presupuestario para los años 2001 y 2002 un nivel

## Cuadro 8

### Indicadores macroeconómicos de Suecia

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999
								I	II	III	IV
PIB real	-1,8	4,1	3,7	1,1	2,0	3,0	3,8	3,9	3,7	3,8	3,8
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> <sup>1)</sup>											
Demanda interior real, incluida la variación de existencias	-5,1	2,9	1,9	0,7	0,8	3,5	3,3	3,8	2,1	3,6	3,7
Exportaciones netas	3,3	1,2	1,9	0,4	1,3	-0,5	0,5	0,1	1,6	0,2	0,1
IAPC	.	.	.	0,8	1,8	1,0	0,6	0,2	0,3	0,7	1,0
Remuneración por asalariado		4,7	3,0	6,7	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	.	.
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	.	-0,1	0,5	5,1	0,4	1,5	2,4	1,7	3,8	.	.
Precios de las importaciones	13,3	4,7	6,5	-3,5	1,9	-1,0	2,5	-1,0	2,5	3,6	4,9
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	-1,7	0,7	2,9	2,6	3,3	3,6	2,0	2,5	1,1	3,3	.
Empleo total	-5,5	-0,9	1,6	-0,6	-1,1	1,4	2,2	2,7	3,0	1,8	1,5
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	9,1	9,4	8,8	9,6	9,9	8,3	7,0	7,5	7,0	6,9	6,6
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>2) 3)</sup>	-11,9	-10,9	-6,8	-3,4	-2,0	1,9	1,9	-	-	-	-
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>2)</sup>	75,8	79,0	77,6	76,0	75,0	72,4	65,5	-	-	-	-
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>4)</sup>	8,8	7,7	8,8	6,0	4,4	4,4	3,3	3,3	3,1	3,2	3,7
Tipo de interés a largo plazo a diez años (en %) <sup>4)</sup>	8,6	9,7	10,2	8,0	6,6	5,0	5,0	4,2	4,5	5,5	5,7
Tipo de cambio frente al ECU o al euro <sup>4) 5)</sup>	9,11	9,16	9,33	8,52	8,66	8,91	8,81	8,98	8,90	8,71	8,65

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

del 2% del PIB. Para la deuda, se proyecta un descenso de 6,7 puntos porcentuales en el año 2000, hasta llegar al 58,5% del PIB, y nuevos descensos en 2001, hasta quedar situada en el 54% del PIB, en dicho año.

El 1 de enero de 1999, se modificó la legislación relativa al banco central para dar mayor independencia al *Sveriges Riksbank*. El objetivo primordial de la política monetaria en Suecia es lograr la estabilidad de precios. El banco central sueco ha operado con un régimen de tipo de cambio flexible y ha conducido la política monetaria con un objetivo de inflación explícito desde 1993. La política monetaria se orienta a mantener una tasa de inflación del 2%, medida por el IPC, con un margen de tolerancia de  $\pm 1$  punto porcentual. Al comienzo de 1999 se ofreció una clarificación con respecto a la formulación de la política monetaria en Suecia. El *Sveriges Riksbank* declaró explícitamente que las desviaciones con respecto al objetivo de inflación pueden estar justificadas si, por ejemplo, influyen sobre la inflación factores temporales. Este fue el caso de 1999, en que la política monetaria se basó, en la práctica, en la evaluación de la inflación subyacente, UNDEX, que se situó en un nivel medio del 1,5% en el conjunto del año.

Como resultado de dos recortes del tipo que aplica el *Sveriges Riksbank* a las operaciones dobles – que, en total, sumaron 50 puntos básicos y que situaron dicho tipo en el 2,9% en marzo de 1999 –, los tipos de interés a corto plazo descendieron a principios de 1999. El 11 de noviembre de 1999 el tipo de las operaciones dobles se elevó 35 puntos básicos, y otros 50 puntos básicos el 4 de febrero de 2000, quedando situados así en un 3,75%. Las subidas estuvieron fundamentadas en, según estimaciones, unas perspectivas de inflación para el año o los dos años siguientes señalaban un nivel superior al fijado como objetivo. Los tipos de interés a corto plazo subieron aún más hacia final de año. El diferencial con respecto a los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se redujo ligeramente a lo largo de 1999 y terminó situándose en 50 puntos básicos en febrero

del año 2000. En 1999 y en los dos primeros meses del 2000, la corona sueca se apreció en torno a un 10% frente al euro, tras haber sufrido una depreciación de aproximadamente la misma magnitud en el segundo semestre de 1998. La apreciación de la corona se debió, principalmente, a la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía sueca.

Los tipos de interés a largo plazo subieron 1,6 puntos porcentuales a lo largo de 1999, y volvieron a subir hasta situarse en el 5,8% en febrero del año 2000. El diferencial de tipos a diez años con respecto a la zona del euro se incrementó ligeramente en el transcurso de 1999 debido, entre otros factores, a la mejora de las perspectivas cíclicas de Suecia en relación con dicha zona. A finales de febrero de 2000, el diferencial se estrechó ligeramente, hasta alcanzar los 30 puntos básicos.

## Reino Unido

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real fue de un 2% en 1999, frente al 2,2% registrado en 1998. Tras una desaceleración a finales de 1998, el ritmo de la actividad repuntó a lo largo de 1999. El crecimiento se vio impulsado por la demanda interna, sobre todo por el gasto de consumo, como reflejo de los notables incrementos de los salarios reales, del descenso de los pagos de intereses hipotecarios y de la subida de los precios de los activos (especialmente los de la vivienda). Sin embargo, el crecimiento de la exportación en términos reales, aunque aumentó a mediados del año, fue muy a la zaga del crecimiento de la importación en términos reales, debido a la fortaleza de la libra esterlina, al crecimiento atenuado de algunos mercados de exportación y a la rápida expansión de la demanda interna. En consecuencia, se produjo una contribución negativa y continuada de las exportaciones netas al crecimiento del PIB del conjunto del año. A pesar de que el crecimiento del producto fue algo más lento, en 1999 se registró un nuevo descenso del desempleo. La tasa media anual de paro se redujo al 6,2%,

## Cuadro 9

### Indicadores macroeconómicos del Reino Unido

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 I	1999 II	1999 III	1999 IV
PIB real	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0	1,4	1,6	2,1	2,9
<i>Contribución al crecimiento del PIB real:</i> <sup>1)</sup>											
Demanda interna real, incluida la variación de existencias	1,9	3,3	1,8	3,0	3,7	4,1	3,5	4,0	3,2	2,8	4,0
Exportaciones netas	0,1	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,1	-1,6	-2,7	-1,7	-0,9	-1,3
IAPC	2,5	2,0	2,6	2,5	1,8	1,6	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2
Remuneración por asalariado	3,6	3,4	2,0	3,2	4,6	5,4	.	4,9	4,6	4,8	.
Costes laborales unitarios, para el total de la economía	0,1	-0,5	1,4	1,7	2,9	3,8	.	4,2	4,0	3,4	.
Precios de las importaciones	8,6	3,1	6,1	0,3	-6,7	-6,3	-2,6	-3,8	-3,2	-2,3	-1,1
Cuenta corriente más nueva cuenta de capital (en % del PIB)	-0,2	-0,0	-0,0	0,0	0,1	-0,0	.	-0,2	-0,1	-0,1	.
Empleo total	-1,2	0,8	1,1	1,0	1,8	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1
Tasa de desempleo (en % de la población activa)	10,5	9,8	8,8	8,3	7,3	6,3	6,2	6,3	6,0	5,9	5,9
Saldo presupuestario (en % del PIB) <sup>2) 3)</sup>	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,3	1,2	-	-	-	-
Deuda bruta consolidada (en % del PIB) <sup>2)</sup>	45,5	48,7	52,1	52,6	50,8	48,4	46,0	-	-	-	-
Tipo de interés a tres meses (en %) <sup>4)</sup>	5,9	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,9
Tipo de interés a largo plazo a diez años (en %) <sup>4)</sup>	7,5	8,2	8,3	7,9	7,1	5,6	5,0	4,4	4,8	5,4	5,5
Tipo de cambio frente al ECU o al euro <sup>4) 5)</sup>	0,78	0,78	0,83	0,81	0,69	0,68	0,66	0,69	0,66	0,65	0,64

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

Nota: Cuentas nacionales de conformidad con el SEC 95.

1) Puntos porcentuales.

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

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

4) Medias de los períodos.

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

en comparación con el 6,3% observado en 1998.

La inflación siguió siendo moderada y la tasa de incremento de los precios, medida por el índice de precios al por menor excluidos los pagos de intereses hipotecarios (RPIX) fue del 2,3% en 1999, frente al 2,7% en 1998. La inflación media anual, medida por el IAPC, fue del 1,4% en 1999, es decir, 0,3 puntos porcentuales más alta que el promedio anual de la zona del euro, mientras que en 1998 fue del 1,6%. Sin embargo, a finales de 1999 y a comienzos de 2000, el IAPC estuvo significativamente por debajo de la media de la zona del euro. Varios factores pueden haber contribuido a moderar la evolución de los precios. Cabe mencionar, entre ellos, la apreciación de la libra esterlina, el aumento de la

competencia en el sector de comercio al por menor y cierta intensificación de las presiones por parte de los responsables de las empresas de servicios públicos para bajar los precios en estas ramas de actividad. Aunque, en conjunto, la inflación siguió siendo moderada, los precios de la vivienda subieron más rápidamente, impulsados por unos tipos de interés hipotecarios históricamente bajos y por la mejora de la situación y las perspectivas económicas.

En 1999, la ratio del saldo de las Administraciones Públicas en relación al PIB registraba un superávit del 1,2%, frente a un 0,3% en 1998. El gasto público se redujo del 39,9% del PIB en 1998 al 40,3% del PIB, en 1999, mientras que los ingresos aumentaron ligeramente del 40,6% al 40,5% del PIB. La ratio de deuda

en relación al PIB bajó del 48,4% en 1998 al 46% en 1999.

En 1999, el Gobierno del Reino Unido siguió fijando el objetivo de la política monetaria del *Bank of England*, consistente en alcanzar un objetivo específico de inflación, definido como un incremento del RPIX del 2,5%. La tasa que aplica el Banco a las operaciones repo era del 6,25% al comienzo de 1999, y progresivamente se fue rebajando hasta llegar al 5% en junio, como consecuencia de la debilidad de la economía en los primeros meses del año y de su probable impacto en la evolución futura de la inflación. Sin embargo, entre el 8 de septiembre de 1999 y el 10 de febrero de 2000, se elevaron los tipos de interés oficiales en cuatro ocasiones (25 puntos básicos cada vez), hasta alcanzar un nivel del 6%. Dichas medidas fueron reflejo de la inquietud en torno a los riesgos de que la inflación aumentara, dados el vigor de la demanda mundial, del consumo interno incluidos los efectos derivados del mercado de la vivienda, y la permanencia de tensiones en el mercado de trabajo. Los tipos de interés a corto plazo de mercado bajaron alrededor de un punto porcentual, situándose en el 5,1% en los ocho

primeros meses de 1999, para volver a subir, a finales de febrero de 2000, hasta el 6,2%. El diferencial de tipos de interés entre el Reino Unido y los países de la zona del euro se situó en 260 puntos básicos a finales de febrero del año 2000.

La libra esterlina se apreció notablemente frente al euro en 1999. Esta apreciación puede haber reflejado, en parte, la divergencia observada en los últimos años en las posiciones cíclicas entre el Reino Unido y las economías de la zona del euro. Además, la libra esterlina se vio respaldada probablemente por la fortaleza del dólar de Estados Unidos, habida cuenta de la estrecha vinculación histórica entre ambas monedas, y por el vigor de la economía estadounidense.

Los tipos de interés a largo plazo subieron alrededor de 100 puntos básicos en 1999, alcanzando un nivel del 5,4% a finales de febrero del año 2000. El diferencial a diez años con respecto a tipos de interés comparables de la zona del euro desapareció al final de febrero de 2000, frente a los 50 puntos básicos registrados al comienzo de 1999.



# 1000



## **Capítulo IV**

# **La cooperación europea/internacional y el Eurosistema**



## I Asuntos europeos

### I.1 Relaciones bilaterales

Durante el año 1999, el BCE estableció estrechas relaciones con los bancos centrales de los países de su entorno. El Eurosistema tiene un gran interés en la evolución económica de dichos países, en particular en lo que se refiere al crecimiento económico sostenible y a las políticas orientadas a la estabilidad, debido, en gran medida, al papel cada vez más destacado del euro como ancla para las políticas monetarias y cambiarias. En consecuencia, el diálogo y la cooperación permanentes con las autoridades monetarias de esos países resultan de crucial importancia.

El Eurosistema centró su atención en tres grupos de países europeos:

- En primer lugar, los *países candidatos a la adhesión*, que se están preparando para ingresar en la Unión Europea (Bulgaria, Chipre, la República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y Rumanía). Aunque el Consejo, en su reunión de Helsinki de los días 10 y 11 de diciembre de 1999 concedió a Turquía el estatus de país candidato, Turquía no cumple todavía las condiciones necesarias para el inicio de las negociaciones.
- En segundo lugar, los *países que integran la Asociación Europea de Libre Comercio*, Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza, que ya presentan un alto grado de integración económica e institucional con la UE, conforme al Acuerdo del Espacio Económico Europeo y otros acuerdos).
- En tercer lugar, las *regiones y territorios de la región occidental de los Balcanes*, concretamente Kosovo y la República de Montenegro, en los que, tras el conflicto de Kosovo de 1999, se desplegaron esfuerzos para alcanzar la estabilidad y la reconstrucción de su economía, a instancias de la comunidad internacional.

### *Países candidatos a la adhesión*

El Eurosistema ha mostrado gran interés ante la perspectiva de adhesión a la UE de nuevos Estados miembros, así como en su consiguiente participación en el nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) y la adopción final del euro tras el cumplimiento estricto de los requisitos necesarios. En este contexto, se considera esencial mantener un diálogo permanente entre el Eurosistema y los bancos centrales de estos países, con miras a su futura integración en el SEBC y, finalmente, en el propio Eurosistema.

Los países reconocidos oficialmente como candidatos disfrutaban ya de una condición especial y mantienen relaciones estrechas con la UE. A lo largo de 1999, la UE y seis países candidatos (Chipre, la República Checa, Eslovenia, Estonia, Hungría y Polonia) iniciaron las negociaciones sobre el “capítulo UEM”, es decir, la puesta en práctica de las disposiciones del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y de la legislación secundaria de la UE relativa a la Unión Económica y Monetaria. La UE manifestó claramente su intención de no permitir a los países candidatos a la adhesión ninguna opción de “renuncia”. Por su parte, dichos países tampoco solicitaron ningún tipo de mecanismos transitorios. Por lo tanto, las negociaciones preliminares sobre el capítulo de la UEM han terminado. En febrero del 2000 se iniciaron las negociaciones con otros seis candidatos (Bulgaria, Letonia, Lituania, Malta, Rumanía y Eslovaquia). Todavía no se ha establecido el marco temporal preciso para la adhesión, aunque el Consejo Europeo, en la reunión celebrada en Helsinki en diciembre de 1999, acordó que “la Unión debe prepararse para estar en situación de acoger en su seno a nuevos Estados miembros a partir del final del año 2002, tan pronto como estos demuestren su capacidad para asumir las obligaciones que conlleva la condición de miembros de la UE y una vez que se concluya con éxito el proceso de negociación”.

Aunque el Eurosistema no participa directamente en dicho proceso, es necesaria cierta forma de implicación desde una perspectiva de adhesión más amplia, especialmente en lo que respecta a las cuestiones que son de competencia exclusiva del Eurosistema o en las que dicha competencia se comparte en alguna medida, como en el caso de la política monetaria, la gestión de las reservas exteriores, la política cambiaria, los sistemas de pagos, la recopilación de determinados datos estadísticos y la estabilidad financiera.

En relación con las cuestiones de interés especial para el Eurosistema, el proceso de adhesión puede dividirse en cuatro etapas diferenciadas, cada una de las cuales debería ser considerada por separado.

En primer lugar, *antes de la adhesión a la UE*, los países candidatos podrán aplicar, con toda libertad e independencia, sus propias políticas monetaria y cambiaria. El Eurosistema realiza un atento seguimiento de estas políticas y de la evolución de los países candidatos, con miras, sobre todo, a su eventual integración en la UE. Por su parte, dichos países tendrán que velar por que el *acervo comunitario* (que se está comenzando a conocer, también, como el *acervo de la Unión*) sea incorporado a la legislación nacional y se aplique efectivamente antes de la adhesión.

En la etapa previa a la adhesión, los países candidatos estarán obligados a cumplir los criterios establecidos a tal efecto en la reunión que celebró el Consejo Europeo, en Copenhague, en 1993, y que incluyen, entre otros, “la existencia de una economía de mercado en pleno funcionamiento, así como la capacidad necesaria para hacer frente a las presiones de la competencia y a las fuerzas del mercado en el seno de la Unión” y “la capacidad para asumir las obligaciones que conlleva la condición de miembro, incluida la aceptación de los objetivos de (...) de la unión económica y monetaria”.

Para cumplir los “criterios de Copenhague” mencionados, es necesario que los países

candidatos emprendan numerosas reformas estructurales y concluyan el proceso de transición desde su situación anterior de economías planificadas a economías de mercado plenamente operativas, de modo que promuevan un proceso de *convergencia real*, que es necesario para elevar sus niveles de vida y que logren una mayor integración de sus economías con la UE. Aunque el cumplimiento de los criterios de Maastricht sobre la convergencia nominal no es obligatorio para el acceso, la adopción de los objetivos de la UEM también implicaría el deseo de realizar un progreso gradual hacia la *convergencia nominal* y de aplicar políticas monetarias y fiscales orientadas hacia la estabilidad. En suma, la convergencia real y la convergencia nominal son dos componentes de la misma estrategia para lograr un crecimiento económico sostenible no inflacionista y, por lo tanto, son objetivos que hay que tratar de alcanzar en paralelo.

Segundo, *en el momento de su incorporación a la UE*, los nuevos Estados miembros ingresarán en la Unión Económica y Monetaria, aunque con la categoría especial de “Estados miembros acogidos a excepción”. En concreto, esto significa que, de acuerdo con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, los nuevos Estados han de considerar su política de tipo cambio como una cuestión de interés común (artículo 124) y, asimismo, sus políticas económicas como una cuestión de interés común (artículo 99). Sin embargo, dichos países no adoptarán inmediatamente el euro, y la política monetaria seguirá siendo competencia exclusiva de los bancos centrales respectivos. Desde el punto de vista institucional, los bancos centrales de los nuevos países de la UE serán miembros del SEBC. Como ocurre actualmente con los bancos centrales de Dinamarca, Grecia, Suecia y Reino Unido, estarán representados en el Consejo General del BCE, pero no en el Consejo de Gobierno, el órgano rector supremo del BCE. Los bancos centrales tendrán que contribuir, entre otras tareas, al marco estadístico del SEBC, con el fin de asegurar, una vez que se hayan incorporado a la zona del euro, la

consolidación de sus cuentas (el resto de las funciones del Consejo General del BCE se presentan en la sección 2.3 del capítulo XI).

Tercero, *tras la incorporación a la UE*, aunque no necesariamente en el momento de la adhesión, los nuevos Estados miembros habrán de integrarse en el MTC II, que vincula las monedas de los países no participantes, actualmente la corona danesa y la dracma griega, con el euro. Con respecto a los términos de la integración en el MTC II, debería ser posible tomar en consideración las condiciones económicas específicas de cada país, dados los rasgos de flexibilidad que caracterizan al MTC II.

Finalmente, los nuevos Estados miembros estarán en posición de participar plenamente en la zona del euro. La condición de miembro dependerá en cada caso de un examen con respecto a su grado de convergencia, el cual se realizará como mínimo una vez cada dos años, o a instancias de los propios países. Una vez que cumplan las condiciones necesarias, según establece el Tratado de Maastricht, los nuevos Estados miembros podrán adoptar el euro.

El avance hacia la introducción del euro no ha de ser necesariamente uniforme en todos los países candidatos a la adhesión. En un contexto en el que las situaciones de partida son diferentes y también lo es el grado de transición económica, deberían ser factibles diversos modos de aproximación sin comprometer la igualdad de trato. Los criterios de convergencia nominal deberían aplicarse de modo que proporcionen a estos países referencias claras, necesarias para adecuar sus economías a las normas y al objetivo final de la UEM.

El Eurosistema está preparado para asesorar a estos países en la adopción de las reformas estructurales apropiadas y de las políticas orientadas hacia la estabilidad en consonancia con los criterios de adhesión y convergencia. Asimismo, el Eurosistema está dispuesto a prestar asistencia técnica en su ámbito de competencia a los países candidatos. De

hecho, varios bancos centrales nacionales de la zona del euro (BCN) ya están proporcionando apoyo técnico a los bancos centrales de dichos países en gran número de áreas, y continuarán haciéndolo. Es de prever que aumenten las solicitudes de asistencia técnica por parte de los países candidatos una vez concluidos los preparativos para su integración en el SEBC y, posteriormente, en el Eurosistema. Por lo tanto, el Eurosistema está desarrollando los procedimientos apropiados para hacer frente a este aumento de la demanda de forma coordinada, velando al mismo tiempo por que todos los países candidatos reciban el apoyo necesario. En este contexto, junto con un aprovechamiento al máximo de los recursos y experiencia disponibles en el ámbito del Eurosistema, se adoptarán enfoques y estrategias consistentes.

#### ***El seminario sobre el proceso de adhesión de Helsinki***

Para iniciar el diálogo con las autoridades monetarias de los países candidatos a la adhesión, se celebró en Helsinki, del 10 al 12 de noviembre de 1999, un seminario de alto nivel, en el que participaron el Eurosistema y los gobernadores y subgobernadores de los bancos centrales de Bulgaria, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia. El seminario fue organizado conjuntamente por el BCE y el *Suomen Pankki*, banco central de Finlandia.

El objetivo del seminario era efectuar un análisis de los aspectos relacionados con los bancos centrales que conlleva el proceso de adhesión, con vistas a identificar las cuestiones más problemáticas y potenciar la cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países candidatos a la adhesión.

Los debates, que resultaron fructíferos y exhaustivos, abarcaron una amplia gama de temas, desde la adopción del *acervo comunitario* relativo a la UEM, hasta estrategias

de política cambiaria de los países candidatos y requisitos para el buen funcionamiento de los sistemas bancarios y los mercados financieros.

Está previsto celebrar otros encuentros de esta naturaleza en el futuro. El próximo tendrá lugar en Viena este año.

### **Seminarios con bancos centrales de los países candidatos organizados por el BCE**

Tras la celebración del seminario de Helsinki, se organizaron en el BCE varios encuentros de carácter multilateral sobre temas concretos. Dichas actividades se enmarcan dentro de una política estructurada de contactos multilaterales, tanto al máximo nivel (gobernadores y subgobernadores) como al nivel de expertos, donde se consideran todas las áreas operativas relevantes del BCE.

Estas actividades multilaterales se complementaron con contactos bilaterales, en forma de visitas de delegaciones de los bancos centrales de los países candidatos al BCE, que permitieron un intercambio de opiniones más completo en los niveles de dirección y de profesionales, especialmente con vistas a la futura inclusión de dichos bancos en el SEBC. El BCE se propone intensificar la cooperación multilateral y bilateral con los bancos centrales de los países que soliciten la adhesión.

### **Relaciones con los bancos centrales de los países de la Asociación Europea de Libre Comercio**

En 1999, el BCE continuó la tradición de mantener contactos con los bancos centrales de Islandia, Noruega y Suiza, que supone la celebración de reuniones periódicas a nivel de gobernadores dos veces al año. En estas reuniones se pasa revista a un conjunto amplio de temas de interés común.

El BCE suscribió, asimismo, un acuerdo sobre operaciones *swap* con el *Norges Bank*, que entró en vigor el 1 de enero de 1999, por un período de doce meses. Este acuerdo vino a sustituir a otros similares de carácter bilateral entre el *Norges Bank* y los bancos centrales nacionales de la zona del euro. A instancias del *Norges Bank*, el Consejo de Gobierno decidió, en diciembre de 1999, renovar el acuerdo sobre operaciones *swap* para el año 2000, por un importe de 1.500 millones de euros.

### **Evolución monetaria en la región occidental de los Balcanes**

En el marco de los planes de estabilización emprendidos por la misión de Administración Interina de las Naciones Unidas en Kosovo tras el fin del conflicto, la misión designó el marco alemán como “la moneda que habría de utilizarse en los pagos efectuados a las autoridades públicas” y liberalizó la denominación de los contratos y otras transacciones voluntarias en “cualquier moneda extranjera de aceptación general en el territorio de Kosovo”. En la práctica, antes de que entrase en vigor la nueva normativa, los billetes denominados en marcos alemanes ya se usaban en Kosovo como principal instrumento en las transacciones en efectivo y como depósito de valor.

El 2 de noviembre de 1999, el Gobierno de la República de Montenegro anunció que “además del dinar yugoslavo, se adoptaba el marco alemán como medio de pago en Montenegro”. En este caso, al igual que en Kosovo, los billetes denominados en marcos alemanes habían desempeñado tradicionalmente un papel fundamental como depósito de valor y como instrumento de pago.

Tanto en el caso de Kosovo como en el de la República de Montenegro, toda referencia legislativa relativa al marco alemán debe entenderse, evidentemente, como referencia al euro. Las autoridades respectivas adoptaron estas decisiones de forma unilateral. Las

mismas no implicaron ninguna consecuencia para el Eurosistema, ni en lo tocante a obligaciones jurídicas ni respecto a limitaciones políticas.

## **1.2 Coordinación de las políticas económicas nacionales en la Unión Europea**

A través de su participación en diversos foros de la UE, como el Comité Económico y Financiero y el Comité de Política Económica, el BCE ha sido parte activa en las reuniones mantenidas para establecer un marco coherente para la coordinación de las políticas económicas.

### ***Relevancia y justificación de la coordinación de las políticas económicas en la UEM***

La Unión Económica y Monetaria, de acuerdo con el Tratado de la Unión Europea, establece una política monetaria única para la zona del euro y, a tal efecto, el SEBC. Sin embargo, la faceta económica de la UEM no dio origen a una política económica única. Más bien, el Tratado requiere que los Estados miembros “consideren sus políticas económicas como un asunto de interés común” (artículo 99). Para que este principio sea operativo, las disposiciones del Tratado presentan orientaciones comunes en materia de políticas económicas (las orientaciones generales de política económica) y un ejercicio de supervisión multilateral. En el período inmediatamente anterior a la introducción del euro, los Estados miembros se esforzaron por dar cuerpo al marco del Tratado, desarrollando nuevos procedimientos de coordinación, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y perfeccionando los ya existentes.

Si bien la creación del mercado único de la Comunidad Europea ya había producido una intensificación sin precedentes de la integración económica entre los Estados miembros de la UE, la introducción del euro

ha convertido la evolución económica de la zona del euro en un tema de interés más directo e inmediato para las autoridades económicas nacionales. Las decisiones de política económica que se adoptan en un país pueden generar “efectos de contagio” en otros Estados miembros de la zona, especialmente, a través del mercado financiero único de la zona del euro y del cambio en la percepción de los participantes en los mercados. Por ejemplo, la laxitud fiscal en un país podría generar una presión alcista sobre los tipos de interés a largo plazo que, a su vez, alteraría las condiciones económicas en toda la zona.

A primera vista, la necesidad de una coordinación más estrecha de las políticas económicas parece claramente justificada. En la medida en que la responsabilidad de aplicar unas políticas económicas que están interrelacionadas se atribuye a agentes diversos, la coordinación podría contribuir a reducir los “efectos de contagio” negativos, crear presión de grupo, facilitar el intercambio de prácticas óptimas y, por ende, generar efectos positivos sobre el bienestar. Sin embargo, para la obtención de los beneficios de la coordinación de las políticas económicas, resulta esencial que la coordinación se realice del modo apropiado y en línea, no en contra, con las fuerzas “coordinadoras” de los mercados. En la actual configuración de la UEM, los procedimientos de coordinación se extienden desde unos enfoques más estrictos basados en reglas, como por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, a unos enfoques más discretivos o menos formales centrados en un diálogo en materia de directrices como el “proceso de Cardiff” para el seguimiento de las reformas estructurales.

### ***Función del Eurosistema en la coordinación de las políticas económicas***

La función del Eurosistema en el proceso de coordinación viene determinado por lo estipulado en el Tratado que rige su naturaleza y sus actividades, y, en particular,

su independencia y el objetivo principal de mantenimiento de la estabilidad de los precios. Como consecuencia, el Eurosistema no puede participar en ningún tipo de acuerdo encaminado a formular una “combinación de políticas económicas” predeterminada, ya que ello podría comprometer al Eurosistema a aplicar una política monetaria susceptible de entrar en conflicto con el objetivo básico de la estabilidad de precios.

La clara separación de las competencias en materia de decisiones entre las autoridades monetarias y el gobierno, proviene de la creencia –confirmada por la experiencia práctica de varias décadas y un notable corpus de investigación económica– de que comprometer a los responsables de la política monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad de precios ayuda significativamente a alcanzar dicha estabilidad de forma creíble y duradera. De esta forma, la política monetaria puede realizar la mejor contribución posible a los objetivos económicos más amplios de la Unión Europea y de sus ciudadanos.

Como ya existe un consenso establecido en el sentido de que la coordinación de la política económica guarda relación, sobre todo, con la cooperación entre los propios Estados miembros, la contribución del BCE al proceso global de coordinación se basa en un diálogo con los órganos europeos competentes, especialmente con el Consejo de Ministros y el Grupo del Euro-11, donde se intercambian información y puntos de vista. En este diálogo, se respetan las prerrogativas y la independencia de los diversos agentes.

#### ***Instrumentos y foros para la coordinación de la política económica***

La coordinación de la política económica en la UE se realiza en un ciclo anual, centrado en las orientaciones generales de política económica. Estas orientaciones, que el Consejo Europeo aprueba cada año, tienen por objeto dirigir la ejecución general de la

política económica y formular recomendaciones concretas a cada Estado miembro. Las orientaciones generales de política económica son el núcleo de todos los procesos de coordinación actualmente en curso, que recaen, así, bajo una estructura única y en función de un calendario también único. Existen procedimientos de coordinación especializados que se aplican a la política presupuestaria (en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento), a la política de empleo (el llamado “proceso de Luxemburgo”) y a las políticas de reforma estructural generalmente denominadas como el “proceso de Cardiff”. Cada uno de ellos con un conjunto diferenciado de normas y foros de coordinación. Además, el Pacto Europeo para el Empleo instituyó el diálogo macroeconómico, que se explica en detalle en la sección 1.3 siguiente.

En consonancia con las conclusiones del Consejo Europeo de Luxemburgo de 1997, la referencia principal para la coordinación de las políticas económicas es el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) que, en particular, adopta las recomendaciones que definen las orientaciones generales sobre política económica y formula opiniones sobre los programas de estabilidad y convergencia. De conformidad con lo establecido en el Tratado (artículo 113), debe invitarse al presidente del BCE a las sesiones del Consejo de la UE siempre que se discutan cuestiones relativas a los objetivos y las tareas del SEBC. Aparte de esto, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE asisten a las reuniones del Consejo en forma *ad hoc*, para participar en las conversaciones sobre cuestiones económicas generales en sentido más amplio. Además, las sesiones oficiosas del ECOFIN y las reuniones oficiosas del Grupo Euro 11 –a las que el BCE puede asistir normalmente como invitado, como de hecho ocurre– permiten un intercambio franco de opiniones y constituyen un foro para que los ministros y el BCE mantengan un diálogo abierto.

### **I.3 Diálogo macroeconómico**

En la reunión celebrada en Colonia, los días 3 y 4 de junio de 1999, el Consejo Europeo adoptó la iniciativa de crear un Pacto Europeo para el Empleo encaminado a lograr una reducción sostenible del desempleo. Concretamente, este tiene tres pilares que constituyen, todos ellos, procesos a largo plazo que han de desarrollarse con el tiempo y en función de circunstancias cambiantes. Estos tres pilares constan de dos iniciativas que ya existían – los procesos de Luxemburgo y de Cardiff (véanse párrafos anteriores) y de una tercera, de nueva creación, el proceso de Colonia, que aglutina a los Estados miembros, la Comisión Europea, las autoridades monetarias y los interlocutores sociales a nivel de la UE en un “diálogo macroeconómico” periódico.

El BCE participó en la primera reunión del diálogo macroeconómico tanto a nivel técnico como político (los días 29 de octubre y 8 de noviembre de 1999, respectivamente) y seguirá haciéndolo en futuras reuniones.

#### **Alcance y objetivo**

En el contexto de los trabajos preparatorios para la formulación del Pacto Europeo para el Empleo, se convino en que el establecimiento de un diálogo macroeconómico no debería dar lugar a la creación de nuevas instituciones ni a procedimientos engorrosos. No obstante, se consideró que valía la pena establecer un foro en el que se pudiera mantener informados a los diversos responsables de las políticas respecto a la evolución en otras áreas de política relevantes. Se consideró, igualmente, que un intercambio de opiniones entre dichos responsables era un instrumento esencial para fomentar un mayor entendimiento mutuo con relación a la creación de unas condiciones apropiadas para estimular un crecimiento económico no inflacionista acompañado de una reducción sostenible del desempleo.

En la Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto Europeo para el Empleo se afirma claramente que las orientaciones generales de política económica seguirán siendo “el principal instrumento de coordinación de la política económica en la UE”. Además, en la misma resolución se describen las orientaciones apropiadas para las diversas políticas macroeconómicas: “La política fiscal deberá observar los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; lo que implica llevar con firmeza los presupuestos a una situación próxima al equilibrio o ligeramente excedentaria a medio plazo. Los salarios deberán seguir una pauta sostenible, con tendencias que sean compatibles con la estabilidad de precios y la creación de empleo. El objetivo primordial de la política monetaria consiste en mantener la estabilidad de precios. Para ello es crucial que la política monetaria se apoye en políticas fiscales y una evolución salarial como las descritas”.

#### **Principios para la participación del BCE**

Desde el primer momento, el BCE manifestó su voluntad de participar en un diálogo en materia de política macroeconómica, a fin de intercambiar información y opiniones con los responsables de la ejecución de las políticas fiscales y estructurales y de la negociación de los acuerdos salariales. No obstante, había que asegurarse de que, al hacerlo, no se contravendría la independencia del BCE, según la señala el artículo 108 del Tratado (antiguo artículo 107), que prohíbe al BCE recibir instrucciones de cualquier otra institución u organismo en el desempeño de sus funciones y la consecución de sus objetivos. Por lo tanto, el Consejo Europeo, en su resolución sobre el Pacto Europeo para el Empleo, reconoció la necesidad de respetar la independencia del BCE, así como la de todos los participantes.

### ***Función del BCE en el diálogo macroeconómico***

El BCE ha identificado varias formas en las que podría contribuir de forma óptima al diálogo macroeconómico. En primer lugar, el BCE puede ofrecer un análisis completo de las perspectivas económicas y utilizar dicha base para explicar el razonamiento en que se basan sus decisiones de política monetaria. En

segundo lugar, el diálogo macroeconómico le brinda al BCE la oportunidad de compartir sus opiniones con respecto a las principales cuestiones de política económica y a la dirección más apropiada que deberían seguir las políticas macroeconómicas y estructurales, para alcanzar el objetivo último de crecimiento sostenido y altas tasas de empleo, en un entorno de estabilidad de precios.

## **2 Asuntos internacionales**

La introducción del euro conlleva una transferencia de las competencias básicas de los bancos centrales desde el nivel nacional al comunitario. Así pues, con la excepción de la política cambiaria, que es una función compartida entre el Consejo ECOFIN y el Eurosistema, y las políticas de supervisión bancaria a las que contribuye el Eurosistema, la política monetaria y otras funciones conexas que desempeñan los bancos centrales (como la gestión de las reservas oficiales) son competencia exclusiva del Eurosistema. Asimismo, la representación internacional corresponde únicamente al Eurosistema, normalmente a través del BCE, mientras que la participación de los BCN de la zona del euro varía en función de la pertenencia a las instituciones o los foros pertinentes.

A la hora de instrumentar los mecanismos adecuados de representación internacional de la zona del euro, el Eurosistema ha de tener en cuenta dos características específicas. La primera guarda relación con el hecho de que no todos los Estados miembros de la zona del euro son miembros de los mismos foros (por ejemplo, del G7 o del G10), situación que se refleja asimismo a nivel de los bancos centrales. La segunda característica se deriva del hecho de que las instituciones intergubernamentales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se estructuran sobre la base de la pertenencia de los países a dichas instituciones.

Con los antecedentes comentados, el BCE instrumentó, en 1998 y a comienzos de 1999, una serie de mecanismos encaminados a establecer relaciones de trabajo con las instituciones y foros internacionales pertinentes, acuerdos que se pusieron en funcionamiento por primera vez en 1999. Algunos de los mismos se elaboraron en el contexto de cambios en el marco institucional de la cooperación multilateral (véase sección 2.1). El BCE ha comenzado también a desarrollar relaciones bilaterales con bancos centrales de países no pertenecientes a la Unión Europea (véase sección 2.2). En este contexto, en 1999, el BCE centró principalmente su atención en dos aspectos: el fortalecimiento de la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional (véase sección 2.3) y el papel internacional del euro (véase sección 2.4).

### **2.1 Actividades del BCE en el ámbito de la cooperación multilateral**

#### ***Fondo Monetario Internacional (FMI)***

El BCE participa en las actividades del FMI en calidad de observador, tanto en el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI, antiguo Comité Provisional) como en el Directorio Ejecutivo del FMI.

El Directorio Ejecutivo del FMI decidió, el 30 de septiembre de 1999, transformar el Comité Provisional del FMI en el CMFI. En



comparación con su antecesor, se ha otorgado al nuevo Comité un carácter permanente que se refleja en la organización de las reuniones preparatorias a nivel de Suplentes. Aparte de estos cambios, la creación del CMFI no afecta prácticamente al actual entorno institucional del FMI, en la medida en que la Junta de Gobernadores sigue siendo el máximo órgano rector, que delega la actividad cotidiana en el Directorio Ejecutivo. El CMFI, al igual que su antecesor, el Comité Provisional, asesorará e informará a la Junta de Gobernadores sobre la supervisión de la gestión y la adaptación del sistema monetario y financiero internacional. En las reuniones del CMFI participan varios observadores, incluido el Presidente del BCE.

Para que el BCE pueda ser representado en el Directorio Ejecutivo del FMI, el Presidente del BCE designó a un representante permanente de la institución en Washington, en calidad de observador, el 8 de febrero de 1999.

En el desempeño de sus funciones (véase recuadro 6), inter alia, el observador del BCE representó al Eurosistema en la reunión que celebró el Directorio Ejecutivo el 26 de marzo de 1999, en la que se analizó el primer informe sobre "Políticas monetarias y cambiarias de la zona del euro" preparado por el personal del FMI. Posteriormente, el 23 de abril de 1999, el FMI publicó una nota de información al público en la que daba a conocer la evaluación de los directores ejecutivos del FMI sobre las políticas económicas de la zona del euro. En el contexto del siguiente ciclo de consultas, que se celebrará en el año 2000, la zona del euro participará en el proyecto piloto para la publicación voluntaria de los informes, preparados por el personal del FMI, relativos a las políticas monetarias y cambiarias de la zona del euro. Este proyecto piloto es un elemento importante de los esfuerzos que el FMI está realizando para mejorar la transparencia, aspecto que el Eurosistema apoya totalmente.

### **Ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales del G7 y otros grupos afines (FEF y G20)**

El Presidente del BCE, junto con la Presidencia de la UE, representó a la zona del euro en las tres reuniones de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G7 celebradas en 1999.

El Presidente del BCE representó al Eurosistema cuando se analizaron cuestiones relativas a los tipos de cambio y la supervisión multilateral. Los gobernadores de los bancos centrales de los países del G7 que pertenecen a la zona del euro, Alemania, Francia e Italia, participaron en las reuniones del G7 en las que se discutieron los progresos realizados para fortalecer la arquitectura financiera internacional. Basándose en las conclusiones de estos debates, los ministros de Hacienda del G7 dieron a conocer un informe en la cumbre económica celebrada en Colonia, el 18 de junio de 1999, sobre el "Fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional".

### **Foro sobre estabilidad financiera (FEF)**

En la reunión celebrada en Bonn en febrero de 1999, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G7 aprobaron la recomendación del Informe Tietmeyer de crear el FEF. Los objetivos del mismo son analizar los puntos vulnerables del sistema financiero internacional, identificar y supervisar las medidas necesarias para hacer frente a dichos puntos y mejorar la coordinación y el intercambio de información entre las distintas autoridades responsables de la estabilidad financiera. Integran el FEF autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera de los países del G7, a saber, ministros de Hacienda, gobernadores de bancos centrales y organismos de supervisión. El BCE participa en el FEF en calidad de observador. También son miembros del FEF varias instituciones internacionales y agrupaciones interesadas en la estabilidad financiera, como los organismos encargados

de establecer normas o aquellos que participan en la supervisión y el seguimiento de los sistemas financieros, como el BPI, el FMI, el Banco Mundial y la OCDE.

En la reunión celebrada el 15 de septiembre de 1999, el FEF admitió en su seno a cuatro países no pertenecientes al G7, dado su carácter de importantes centros financieros, los Países Bajos, Singapur, Australia y Hong Kong.

El FEF celebró dos reuniones en 1999. Tras su reunión de abril, se crearon tres grupos de trabajo, para analizar cuestiones relevantes para la estabilidad sistémica: el grupo dedicado a instituciones con alto nivel de apalancamiento, el grupo sobre flujos de capital y el grupo sobre paraísos fiscales. Dichos grupos prepararon informes provisionales para los miembros del FEF, que se presentaron en la reunión de septiembre de 1999 (véase sección 2.3 para más detalles). En esta reunión del FEF también se acordó la creación de dos grupos de trabajo para el estudio de la aplicación de normas y de los sistemas de seguro de depósitos.

## **G20**

En la reunión celebrada en septiembre, el G7 anunció la creación de un nuevo grupo: el denominado G20. Este nuevo foro fue establecido con la intención de ampliar el diálogo informal entre las economías más relevantes, sobre cuestiones clave de política económica y financiera. Tanto la Presidencia de la UE como el Presidente del BCE participan en este nuevo foro, además de los ministros y gobernadores de los bancos centrales de los países del G7 y de los siguientes países: Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y Turquía. A fin de mantener una relación efectiva con el FMI y el Banco Mundial, tanto el Presidente del Banco Mundial como el Director Gerente del FMI, así como los miembros del CMFI y el Comité para el Desarrollo han sido invitados

a participar como miembros ex officio del grupo.

El G20 celebró su primera reunión, en Berlín, los días 15 y 16 de diciembre de 1999, bajo la presidencia de Paul Martin, Ministro de Hacienda de Canadá. Los ministros y los gobernadores del G20 analizaron la función y los objetivos del nuevo grupo. Convinieron en que el G20 constituye un foro útil para deliberaciones informales, mientras que las instituciones de Bretton Woods, y en especial el FMI, deben continuar siendo los órganos de toma de decisiones con respecto a las cuestiones monetarias y financieras internacionales. Además, identificaron los principales aspectos que deben tratarse, tanto a nivel nacional como internacional, para reducir las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica y financiera. En este contexto, se hizo hincapié en la necesidad de adoptar regímenes cambiarios compatibles con las políticas macroeconómicas y estructurales nacionales. Asimismo, se consideró que la mejora de la gestión general de los activos y pasivos exteriores, tanto oficiales como del sector privado, sería un elemento crucial para reducir la sensibilidad frente a las perturbaciones. Además, el G20 se comprometió a dar muestras de liderazgo en la adopción de los códigos y normas (véase sección 2.3.). La próxima reunión de ministros y gobernadores del G20 se celebrará en Canadá, en el otoño del año 2000.

## **Ministros y gobernadores del G10**

El Presidente del BCE participó en las dos reuniones de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales de los países del G10 (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos). La atención se centró principalmente en la prevención y gestión de las crisis financieras internacionales, así como en la participación del sector privado en dichas cuestiones (véase sección 2.3). En la reunión de los ministros y gobernadores del G10 celebrada

## Recuadro 6

### Función y actividades de la representación permanente del BCE en Washington

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) decidió, el 21 de diciembre de 1998, otorgar al BCE la condición de observador. De conformidad con esta decisión, el observador del BCE disfruta de una invitación permanente para representar al Eurosistema, en aquellas reuniones del Directorio Ejecutivo del FMI donde se analicen cuestiones relevantes para las políticas monetaria y cambiaria de la zona del euro. Dichas reuniones incluyen:

- las reuniones que forman parte del procedimiento de supervisión con las autoridades de la zona del euro: la supervisión, de conformidad con el Artículo IV, de las políticas monetaria y cambiaria comunes de la zona del euro y de las políticas individuales de cada uno de los Estados miembros de dicha zona;
- el papel del euro en el sistema monetario internacional;
- el procedimiento de supervisión multilateral que realiza el FMI (Las perspectivas de la economía mundial, los mercados internacionales de capitales y la evolución de la economía y de los mercados mundiales).

Además, se invita al observador del BCE a participar, cuando corresponda al caso, en las reuniones en que se traten temas que el BCE y el FMI consideren de interés mutuo para el desempeño de sus respectivas funciones. Con este telón de fondo, el BCE ha establecido una representación permanente en la ciudad de Washington.

Las actividades del representante del BCE relacionadas con la calidad de observador en el FMI incluyen la participación en las reuniones del Directorio Ejecutivo en las que se discutan temas de la naturaleza anteriormente mencionada, así como actuar como enlace principal entre el FMI y el BCE en otras cuestiones de interés común. El representante también acompaña a las delegaciones del FMI en sus misiones al BCE en el contexto de la supervisión, conforme al Artículo IV de las políticas monetaria y cambiaria comunes de la zona del euro. Por otra parte, en su calidad de miembro de la delegación del BCE que asiste a las reuniones anuales y a las reuniones de primavera del Comité Monetario y Financiero Internacional, el representante asesora al Presidente del BCE, que participa en dichas reuniones como observador.

La representación del BCE en Washington está en contacto con las autoridades estadounidenses, en particular con el sistema de la Federal Reserve. Además, recopila información sobre la evolución de la economía de Estados Unidos y proporciona información a los interesados sobre cuestiones relativas a la zona del euro. En el desempeño de estas funciones, el representante del BCE mantiene contactos con la comunidad financiera, el mundo académico y las instituciones que se dedican a la investigación en los Estados Unidos.

el 26 de septiembre de 1999, se acordó la realización de un estudio sobre el proceso de consolidación del sector financiero que está teniendo lugar.

#### **Gobernadores del G10 y foros relacionados con el Banco de Pagos Internacionales (BPI)**

El BPI desempeña una función importante para facilitar la cooperación en el seno de la comunidad bancaria internacional, prestando especial atención a las reuniones de los gobernadores del G10, en las que participan el Presidente del BCE y los gobernadores de

cinco BCN de la zona del euro (Bélgica, Francia, Alemania, Italia y Países Bajos). Los gobernadores del G10 realizan un seguimiento periódico, siete veces al año, de la evolución monetaria y de la evolución económica, así como de las principales tendencias de los mercados de capital internacionales. Asimismo, los gobernadores del G10 asesoran a los Comités establecidos bajo sus auspicios para tratar temas de relevancia para los bancos centrales. Los representantes del BCE participan en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en el Comité sobre el Sistema Financiero Internacional, en el Comité sobre Sistemas de

Pago y de Liquidación, en el Comité sobre Oro y Divisas, en los encuentros regulares de bancos centrales que reúnen a estadísticos, economistas, auditores internos, expertos en bancos de datos y en todos los grupos creados por estos comités.

El 9 de diciembre de 1999, el BCE se convirtió en accionista del BPI suscribiendo 3.000 acciones del tercer tramo del capital del BPI, junto con los bancos centrales de Argentina, Indonesia, Malasia y Tailandia.

### **Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)**

Tomando como base jurídica el Protocolo N°1 de la Convención de la OCDE, el Secretario General de esta organización confirmó, en febrero de 1999, que se permitiría al BCE participar en las tareas de los comités pertinentes y de los grupos de trabajo de la OCDE, en calidad de miembro independiente de la delegación de la Comunidad Europea, junto con la Comisión Europea. El BCE asistió a las reuniones de los siguientes comités y grupos de trabajo: Comité de Política Económica y sus grupos de trabajo (Grupos de trabajo 1 y 3, Perspectivas económicas a corto plazo), Reunión de expertos monetarios, Comité de análisis y desarrollo económicos y Comité de mercados financieros. En el contexto de los estudios regulares sobre países en el Comité de análisis y desarrollo económicos, la OCDE está adaptando su proceso de análisis de la zona del euro de forma consistente con el nuevo marco institucional. Los países de esta zona han acordado, en principio, complementar los exámenes individuales de los Estados miembros del área con un informe regular del Comité de análisis y desarrollo económicos sobre la evolución y las políticas de la zona euro. Para precisar los aspectos concretos del acuerdo, en 1999 se celebró un seminario informal para revisar las políticas, monetaria y cambiaria comunes, de la zona euro.

## **2.2 Desarrollo de las relaciones bilaterales entre el BCE y los países no pertenecientes a la Unión Europea**

En su primer año de existencia, el BCE ha establecido un amplio espectro de contactos bilaterales y relaciones de trabajo con bancos centrales y otras instituciones de países no miembros de la Unión Europea.

En 1999, los miembros del Comité Ejecutivo visitaron, entre otros, varios países de Asia, lo que les brindó la oportunidad de analizar cuestiones de interés mutuo, así como las repercusiones de la introducción del euro para los países de esa región.

El Comité Ejecutivo recibió en la sede del BCE, en Francfort, a varias delegaciones oficiales de países no pertenecientes a la UE. En este contexto, el BCE organizó la reunión de ministros de Hacienda de Asia y Europa los días 15 y 16 de enero de 1999. En el transcurso del año, también visitaron el BCE varios representantes de alto nivel de países latinoamericanos.

## **2.3 Arquitectura del sistema monetario y financiero internacional**

Según los acuerdos relativos a la representación internacional del Eurosistema el BCE, ha participado en las nuevas iniciativas y en los avances logrados hasta la fecha para reforzar la “arquitectura del sistema monetario y financiero internacional”. Desde la crisis de Méjico, ocurrida en 1994-95, y tras las crisis financieras que afectaron a las economías de Asia oriental en 1997-98, la comunidad internacional ha emprendido distintas iniciativas para fomentar un mercado de capitales internacional más estable. En 1999, en un contexto de mejora notable de las perspectivas económicas mundiales, se ha progresado aún más en la puesta en práctica de las medidas ya aprobadas y se han acordado otras nuevas.

### **Transparencia, códigos y normas**

Los avances más visibles se han logrado en los ámbitos de transparencia y rendición de cuentas, tanto en el sector público como en el privado. Las iniciativas emprendidas en este terreno están encaminadas a ampliar el alcance y la calidad de la información, a fin de respaldar mejor los procesos de toma de decisiones a nivel privado y oficial, lo cual ha de favorecer la estabilidad financiera. Además de perfeccionar las prácticas de recopilación y publicación de datos, tanto en el sector público como en el privado, la comunidad internacional ha estado promoviendo muy activamente el desarrollo y la divulgación de códigos y normas de buenas prácticas en varias áreas.

En materia de transparencia, varias iniciativas afectan al proceso de toma de decisiones de las instituciones internacionales. Actualmente se publica, con carácter voluntario, información sobre los programas que respalda el FMI en los países (cartas de intención y documentos sobre el marco de política económica), así como sobre las consultas del Artículo IV (notas de información al público en las se describen los resultados de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI). En abril de 1999, el Directorio Ejecutivo del FMI puso en marcha un proyecto piloto para acrecentar aún más la transparencia mediante la publicación voluntaria de los informes preparados por el personal del FMI en el marco de las consultas del Artículo IV.

Con el fin de divulgar datos completos, fiables y congruentes sobre los activos y pasivos de reserva del sector oficial, el FMI y los bancos centrales de los países del G10 acordaron conjuntamente la creación de un estado estadístico para la declaración pública de datos sobre reservas internacionales y liquidez en divisas, en el marco de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos. La mayoría de los países del G10 ya han comenzado su cumplimiento con carácter voluntario.

También es importante fomentar la transparencia con respecto al sector privado. Varios grupos de trabajo del BPI (véase sección 2.1) han desarrollado una serie de iniciativas en este terreno. Con el objeto de mejorar la calidad de las estadísticas bancarias internacionales consolidadas del BPI, el Comité sobre el Sistema Financiero Internacional se han comprometido a acortar los períodos de declaración: a partir de enero del año 2000 la frecuencia será trimestral en vez de semestral. Además, no solo se dará a conocer el riesgo crediticio frente a las entidades de contrapartida inmediatas, sino también frente a las de última instancia. Bajo el liderazgo conjunto de varias agrupaciones [(CGFS, BCBS, FSF, IAIS, el Comité Internacional de Normas Contables y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)] están en marcha varias iniciativas encaminadas a aplicar a las instituciones del mercado financiero requisitos más estrictos en materia de divulgación de datos.

En lo que respecta al desarrollo y la divulgación de normas y códigos de buenas prácticas, uno de los mayores desafíos es su puesta en práctica por parte de un gran número de países en desarrollo y economías de mercados emergentes. Se espera que todos los avances adicionales que se logren en esta materia contribuirán significativamente a evitar las crisis mejorando el marco institucional en el que se desarrolla el proceso de toma de decisiones en el sector oficial, así como la información que se proporciona a los participantes en el mercado para que realicen su propia evaluación del riesgo. La comunidad financiera internacional está evaluando actualmente la medida más eficaz para la observancia por cada país de los códigos y normas acordadas internacionalmente.

En el contexto de un proyecto piloto, el FMI junto con las autoridades relevantes de los países implicados, ha emprendido una serie de "Informes sobre el cumplimiento de códigos y normas" experimentales. Dichos informes analizan el grado de cumplimiento

de los países miembros de ciertas normas reconocidas internacionalmente, centrándose principalmente en el ámbito directamente relacionado con la operativa del FMI.

Tras la adopción por parte del FMI, en noviembre de 1998, de un Código de buenas prácticas de transparencia fiscal (enmendado posteriormente en abril de 1999), en las reuniones anuales del FMI de septiembre de 1999 se adoptó un Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras. El Eurosistema ha participado activamente en la elaboración de dicho Código, junto con el BPI y un grupo representativo de bancos centrales y otros expertos. En la actualidad, se sigue trabajando en la preparación de la documentación complementaria. La supervisión de cumplimiento con el Código de buenas prácticas previsiblemente será una parte del Informe sobre el cumplimiento de códigos y normas mencionado en el párrafo anterior. Dicha supervisión, en la que han participado expertos del Eurosistema, ha sido reflejada en algún informe experimental, informes que se han introducido en la dirección del FMI en Internet.

Por último, se han puesto en marcha varias iniciativas para facilitar el desarrollo y la aplicación de normas pertinentes al funcionamiento de los sistemas financieros. Bajo los auspicios del Foro sobre estabilidad financiera se creó un grupo de trabajo sobre la aplicación de las normas, con objeto de examinar formas de promover la aplicación de las normas y códigos internacionales relevantes para el reforzamiento de los sistemas financieros. En el campo concreto de las normas bancarias, en junio de 1999, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea dio a conocer una propuesta en relación con un nuevo marco en materia de idoneidad de los recursos propios, que se basa en tres pilares: capital mínimo (desarrollando y ampliando el acuerdo de 1988); auditoría y examen interno de la idoneidad de los recursos propios de una institución; y la aplicación eficaz de la disciplina de mercado. El Comité está recabando comentarios de

todos los interesados, que deberán enviarlos, a más tardar, en marzo del año 2000, para poder presentar unas propuestas más definitivas más adelante en el curso del presente año.

### **Reforzamiento de la estabilidad del sector financiero**

Varios foros e instituciones, como el FMI, el Banco Mundial y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, han desplegado esfuerzos para reforzar la estabilidad de los sistemas financieros y de los marcos normativos y de supervisión.

Se espera que el Foro sobre estabilidad financiera, creado recientemente, intensifique el intercambio de información y la cooperación internacional entre los órganos nacionales e internacionales competentes en materia de supervisión de los mercados financieros, especialmente, en los casos en los que exista una auténtica dimensión intersectorial. Además, está previsto que dos de los grupos de trabajo creados por dicho foro formulen recomendaciones sobre política económica encaminadas a reducir el riesgo asociado a los segmentos sin reglamentar, o insuficientemente reglamentados, de los mercados financieros, como las instituciones con altos niveles de apalancamiento y los paraísos fiscales.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, si bien se ha abstenido de realizar una evaluación del grado en que los países acatan efectivamente sus principios básicos de supervisión (adoptados en 1997), publicó en octubre de 1999 un documento sobre la metodología para la evaluación de su cumplimiento. Este documento servirá al FMI y al Banco Mundial como referencia en el ejercicio de la supervisión del sector financiero. El Comité de enlace con el sector financiero ha aceptado coordinar un programa conjunto del FMI y el Banco Mundial para el seguimiento y la evaluación de dicho sector, encaminado a determinar la solidez y los puntos débiles de los sistemas

financieros de los países miembros. El FMI y el Banco Mundial ha iniciado un Programa de evaluación del sector financiero, en el que, conjuntamente con la participación de expertos de agencias nacionales supervisoras, analiza la vulnerabilidad de los sectores financieros nacionales, empezando por una serie de países seleccionados al efecto. A partir de dichas misiones y en base a la experiencia, el FMI ha elaborado unas "Evaluaciones sobre la estabilidad del sector financiero" como documentación de base de las consultas del Artículo IV.

#### **Regímenes cambiarios y liberalización de la cuenta de capital**

El estudio y análisis de los regímenes cambiarios más idóneos es otro de los trabajos que se está llevando a cabo, dado que el mantenimiento de regímenes cambiarios insostenibles fue uno de los factores principales de las recientes crisis financieras. Las deliberaciones que han tenido lugar en el FMI y en otros foros sugieren que el régimen cambiario óptimo difiere de un país a otro. Más aún, el régimen cambiario óptimo para un país puede cambiar en el tiempo, dependiendo de su estado de desarrollo macroeconómico y financiero. El Eurosistema opina que la supervisión que ejerce el Fondo habrá de concentrarse en determinar si el régimen cambiario elegido por un país dado es compatible con sus políticas macroeconómicas y estructurales, así como con sus relaciones comerciales y financieras exteriores más importantes.

Análogamente, hay que seguir estudiando el tema de la liberalización de la cuenta de capital. Si bien existe un consenso en que la liberalización puede entrañar beneficios sustanciales para un país, la forma y la secuencia son temas delicados. Un marco macroeconómico sólido, incluidas una política monetaria y una política cambiaria coherentes, así como una infraestructura financiera robusta son elementos cruciales a este respecto. Las ventajas y los riesgos que conllevan los controles a las entradas y las

salidas de capital, incluidos los controles de las entradas basados en esquemas impositivos, siguen siendo objeto de consideración. En un ámbito conexo, el grupo de trabajo del Fondo sobre la estabilidad financiera especializado en flujos de capital está estudiando actualmente una serie de recomendaciones en materia de política económica en países prestatarios y acreedores, que podrían, con el tiempo, reducir la volatilidad de los flujos de capital y los riesgos que entraña para los sistemas financieros el excesivo endeudamiento a corto plazo. En este contexto, una gestión prudente de la deuda externa, pública y privada, y en términos más generales, de los balances nacionales, es un factor muy importante.

#### **Gestión de las crisis y participación del sector privado**

El FMI ha experimentado un notable incremento, en años recientes, de sus recursos financieros para poder hacer frente a las crisis sistémicas, con una duplicación, en 1998, de los recursos que puede obtener en el marco de los antiguos Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos y los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, desde 17 mm a 34 mm de DEG y el aumento, en 1999, de las cuotas en 66 mm de DEG. Asimismo, el FMI ha creado nuevos instrumentos para enfrentarse a las crisis financieras. En abril de 1999, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó el recurso a una Línea de crédito contingente, que establece un medio de brindar financiación a corto plazo a países cuyas políticas económicas pueden calificarse como prudentes y sólidas, pero cuya posición exterior se ve comprometida por efectos de contagio financiero. Para respaldar las medidas de ajuste durante las negociaciones de la deuda, el Directorio Ejecutivo del FMI ha reafirmado su política, adoptada en 1989, de prestar a los países que mantienen atrasos en el pago de su deuda soberana, atendiendo a las peculiaridades de cada caso. También se ha acordado que el FMI podría hacer extensiva

dicha política, en principio, en los casos de atrasos en los pagos de la deuda no soberana.

Es necesario seguir avanzando en un tema tan complejo y crucial como es lograr la participación del sector privado en la prevención y la resolución de las crisis, puesto que las últimas crisis financieras han puesto de manifiesto los perturbadores efectos de los cambios en el sentimiento de los mercados. Ya se han dado algunos pasos en esta dirección, que incluyen la adopción de medidas ex ante, como el establecimiento de cauces normales de comunicación entre los países deudores y sus acreedores privados; enfoques de carácter voluntario, como líneas de crédito privadas para contingencias; y esquemas de naturaleza más obligatoria (a modo de ejemplo cabe reseñar que el Club de París exigió a un país que tratara de obtener un trato equiparable de los acreedores privados en la reprogramación de su deuda). Además, tanto el Comité Provisional del FMI como los ministros y gobernadores del G10 han respaldado el marco contemplado en el informe de los ministros de Hacienda del G7 a la Cumbre Económica de Colonia, del 18 de junio de 1999.

#### **2.4 Carácter internacional del euro**

La introducción del euro el 1 de enero de 1999 fue un acontecimiento crucial con repercusiones importantes, no sólo dentro de la zona del euro, sino también fuera de la misma. El euro es la segunda moneda más utilizada a escala internacional, tanto por la importancia de las monedas nacionales a las que ha reemplazado, como por el peso económico de la zona del euro en la economía mundial. La evolución del euro como moneda internacional será, principalmente, un proceso impulsado por el mercado. Concretamente, su utilización por parte de los agentes privados como moneda de inversión y financiación, así como moneda de pago y para transacciones, desempeñará un papel prominente. En gran medida, las decisiones de los agentes privados se verán influenciadas, por el grado de integración,

liquidez y diversificación de los mercados financieros en euros y por las relaciones transfronterizas de la zona del euro. Además, el papel internacional del euro se verá afectado por las condiciones económicas de dicha zona, lo que viene a subrayar cuán importante es la contribución de todas las políticas económicas a la solidez y la estabilidad de la moneda.

Como la internacionalización del euro no constituye en sí un objetivo de política económica, el Eurosistema no actuará ni a favor ni en contra de la misma. La orientación de la política monetaria del Eurosistema hacia la estabilidad de precios seguirá siendo un factor de primer orden por lo que respecta a la confianza de los inversores en el euro. Y viceversa, el Eurosistema es consciente de las posibles consecuencias de la internacionalización del euro para la ejecución de su política monetaria, y no se permitirá que dichas inferencias potenciales supongan un detrimento del objetivo de mantener la estabilidad de precios.

El surgimiento de la zona del euro -con características similares a las de las dos otras grandes regiones económicas, Estados Unidos y Japón, por su gran magnitud y una apertura reducida al comercio exterior- así como el aumento previsto en la utilización del euro a escala mundial, también incidirán en la cooperación internacional.

Dado su peso económico a escala mundial, superior a una quinta parte en términos de PIB, en general se prevé que la zona del euro desempeñará un papel de primer orden en el proceso de cooperación internacional. Cuanto menor sea el número de interlocutores a nivel mundial y mayor el equilibrio en sus relaciones, en principio, más fluida debería ser la cooperación y, simultáneamente, la apreciación por parte de los interlocutores implicados de la necesidad de asumir sus respectivas responsabilidades. Factores que pueden contribuir a facilitar ese proceso son el intercambio periódico de opiniones y la celebración de consultas entre las principales zonas económicas.



Además de unos mecanismos apropiados de representación, todo proceso de cooperación internacional, para ser más eficiente y correr menor riesgo de inconsistencia de toma de decisiones, requiere que la zona del euro adopte una postura común siempre que sea apropiado. Así, también se favorece que la zona del euro ejerza una influencia

internacional en consonancia con su importancia económica y se limita el riesgo de que se presione al Eurosistema para la aplicación de medidas de política monetaria inadecuadas, orientadas al corto plazo, que socavarían la estabilidad interna a más largo plazo y, por ende, la estabilidad externa.





## **Capítulo V**

### **Sistemas de pago y de liquidación de valores**

## I Supervisión de los sistemas de grandes pagos

### **Sistemas de grandes pagos en euros**

A partir del 4 de enero de 1999, cinco sistemas de grandes pagos, cumpliendo todos ellos con los criterios de seguridad establecidos en 1990 en el Informe sobre sistemas de compensación neta interbancaria de los países del G10 (los criterios Lamfalussy), empezaron a operar en euros conjuntamente con TARGET. Estos cinco sistemas son los siguientes: Euro Clearing System (Euro1) gestionado por Clearing Company of the Euro Banking Association (EBA); Euro Access Frankfurt (EAF), en Alemania; Système Net Protégé (SNP), en Francia; Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI), en España y Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS), en Finlandia. En abril de 1999, el SNP fue reconvertido en un nuevo sistema “híbrido”, denominado Paris Net Settlement (PNS), que al igual que EAF combina características de sistemas de liquidación netos y brutos.

De acuerdo con la orientación de la política de supervisión común del Eurosistema, los bancos centrales nacionales (BCN) son responsables de la supervisión de los sistemas de sus respectivos países, mientras que al BCE le corresponde Euro 1. En dicho contexto, el BCE supervisó el proceso de liquidación diaria de Euro 1 y realizó un estrecho seguimiento de la actividad general de la EBA. Dicha actividad se caracterizó, entre otras cosas, por un incremento del número de bancos liquidadores, que pasaron de 62, en enero de 1999, a 72, en diciembre del mismo año. Junto a esta actividad de supervisión Por otro lado, el BCE desempeñó la doble función, con respecto a Euro 1, de facilitar los servicios de liquidación y de administrar el fondo de liquidez establecido para garantizar la liquidación puntual a tiempo en caso de incumplimiento por parte de algún participante.

En el ejercicio continuo de sus funciones de supervisión, el BCE y los BCN recopilaron y revisaron periódicamente los datos estadísticos relativos a los principales sistemas de grandes pagos en euros. Estos datos proporcionan una valiosa información sobre el buen funcionamiento y el desarrollo de los diferentes sistemas.

### **Liquidación con enlaces continuos**

En 1997, un grupo de grandes bancos que operan en el mercado de divisas creó en Londres una empresa de servicios de liquidación de operaciones del mercado de divisas, denominada Continuous Linked Settlement Services Ltd. (CLSS). El objetivo buscado es proporcionar servicios multidivisa para la liquidación simultánea de las dos partes de las operaciones con divisas, utilizando un mecanismo de pago contra pago, que permitirá eliminar, en gran medida, el riesgo de liquidación de dichas operaciones. Este sistema será gestionado por un banco denominado Continuous Linked Settlement Bank (CLSB), que, constituido en Nueva York como filial participada al 100% por CLSS, empezará a funcionar en 2001. El Eurosistema participa en la supervisión del sistema, ya que el euro pretende ser una de las primeras monedas que se liquidarán en CLSB. En el transcurso de 1999, el Eurosistema dedicó una atención especial a la evaluación de la incidencia del CLSB sobre la liquidez en los sistemas de grandes pagos de la zona del euro. Con el fin de intercambiar puntos de vista sobre dicha cuestión, el Eurosistema organizó una reunión con los bancos de la zona que participan en el proyecto.

## 2 Supervisión de los sistemas de pago al por menor

### **Servicios de pagos transfronterizos al por menor**

Para un buen funcionamiento del mercado único y un aprovechamiento pleno de sus beneficios, tanto por los ciudadanos como por las empresas, es necesario disponer de unos servicios eficientes de pagos transfronterizos al por menor. Sin embargo, el nivel de los servicios proporcionados en este área es todavía poco satisfactorio, tanto en términos de plazos de ejecución como de tarifas cobradas a los clientes. La entrada en vigor de la Directiva CE/97/5, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas debería traer consigo mejoras en las prácticas bancarias. Sin embargo, la Directiva, en la práctica, parece que no va a ser suficiente, pues, como instrumento jurídico que es, no puede abordar totalmente las ineficiencias en infraestructura y normalización, que son las que actualmente originan la mayor parte de los costes. En este contexto, el BCE publicó en septiembre de 1999 un informe titulado "Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem's view", en el que se analizaba la situación actual y se definía la política del Eurosistema en este sentido.

Tras estudiar varias opciones, el Eurosistema consideró que su participación operativa no estaría justificada en este momento. El Eurosistema se propone, mas bien, convertirse en el catalizador de los cambios, iniciando contactos regulares con los sectores bancarios y de servicios de pagos, con el fin de promover acuerdos en el ámbito de la zona del euro que mejoren el marco en el que se ejecutan las transferencias de pagos transfronterizos al por menor y, en particular, en lo que respecta a su normalización. Para iniciar el debate y dar una señal clara a los mercados, el Eurosistema definió un conjunto de objetivos que el sector debería cumplir antes de la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros. Dichos objetivos pretenden invitar al sector a realizar la

inversión necesaria para aproximar el nivel de eficiencia de los pagos transfronterizos al por menor al nivel de los sistemas de pago nacionales y a esforzarse por conseguir un equilibrio entre las expectativas de los usuarios y lo que el sector puede ofrecer realmente a corto plazo.

Una señal de que los mercados empiezan a abordar el problema es la iniciativa de la EBA de crear un servicio de pequeños pagos para procesar pagos transfronterizos al por menor en euros. Está previsto que este servicio, que se basaría, en su fase inicial, en la plataforma técnica de Euro I, comience a funcionar en la segunda mitad de 2000.

### **Dinero electrónico**

Aunque el dinero electrónico está todavía en sus comienzos y el desarrollo hasta la fecha ha sido muy modesto, no puede descartarse la posibilidad de un crecimiento exponencial. Por ello, el dinero electrónico podría tener en el futuro importantes implicaciones para la política monetaria. Además, debe tenerse en cuenta la regulación de diversas cuestiones, tales como el funcionamiento eficiente y seguro de los sistemas de pagos y la confianza en los instrumentos de pago, la protección de los clientes y comerciantes, la estabilidad de los mercados financieros, la protección contra prácticas abusivas y la igualdad de condiciones. Por todas estas razones, resulta necesario establecer normas claras sobre las condiciones en las que se puede emitir dinero electrónico.

La Comisión Europea y el Consejo de la UE están elaborando unas Directivas sobre el acceso y ejercicio de la actividad y supervisión prudencial de las entidades emisoras de dinero electrónico y modificando la Directiva del Consejo CEE/77/780, de 12 de diciembre de 1977, sobre la coordinación de las leyes, reglamentos y disposiciones administrativas referentes al acceso y ejercicio de la actividad de las entidades de

crédito. El BCE ha participado activamente en este trabajo, en consonancia con la línea de actuación descrita en su "Report on electronic money", publicado en agosto de 1998, ha emitido un dictamen formal sobre dichos proyectos de Directivas en enero de 1999. Entre otras cosas, el BCE ha subrayado su posición totalmente a favor de exigir que todos los emisores de dinero electrónico sean entidades de crédito y de imponer la

obligación de reembolsar el saldo pendiente a petición del cliente. Aunque los proyectos de Directivas tienen en cuenta muchas de las preocupaciones del Eurosistema, los principales asuntos pendientes de resolución serán discutidos con el Parlamento Europeo, al que han sido remitidos los proyectos de Directivas para una segunda lectura, de conformidad con el procedimiento de decisión conjunta.

### **3 Actividad en otros sistemas de pago**

En febrero de 1999, el BCE publicó un apéndice estadístico, con datos de 1997, de la guía descriptiva de los sistemas de pago y de liquidación de valores de los Estados miembros de la UE, el denominado "Blue Book". Por otro lado, con el fin de ofrecer una información exhaustiva sobre los principales sistemas de pago y de liquidación de valores de los países candidatos a la UE, el BCE publicó en agosto de 1999 un informe titulado "Payment systems in countries that

have applied for membership of the European Union". Esta publicación ha sido elaborada con la colaboración de los bancos centrales de Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca y Rumanía y constituye un importante hito en la ampliación de la colaboración con los bancos centrales de estos países en el ámbito de los sistemas de pago.

### **4 Política relativa a los sistemas de liquidación de valores**

#### ***Evaluación de los sistemas de liquidación de valores y de sus enlaces***

Tras la publicación del informe titulado "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations" y la primera evaluación de dichos sistemas efectuada en 1998, los sistemas de liquidación de valores (SLV) han realizado importantes esfuerzos para mejorar el nivel de cumplimiento de los citados criterios, motivo por el cual, en muchos casos, se han reducido las limitaciones previamente impuestas para su uso. La evaluación de los SLV se actualizó en mayo de 1999, mostrando que, en la actualidad, cinco SLV pueden ser utilizados sin condiciones previas, frente a solo uno al inicio de la tercera fase de la UEM. Otros diez SLV han mejorado sustancialmente su nivel de cumplimiento. Las condiciones de los SLV para ser elegidos se someterán a

revisiones periódicas que tengan en cuenta la evolución en dichos sistemas.

Algunos de los SLV de la UE han establecido entre ellos enlaces destinados a permitir la transferencia transfronteriza de valores en general. Antes de que estos enlaces puedan utilizarse en las operaciones de política monetaria única del Eurosistema y de crédito intradía del SEBC, deben ser evaluados de acuerdo con los criterios para el uso de los SLV de la UE. Tras la realización de estas evaluaciones en 1999, el Consejo de Gobierno dio su aprobación a un grupo de enlaces entre sistemas de liquidación de valores para su utilización en la transferencia transfronteriza de garantías en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y de crédito intradía del SEBC. En mayo, tras una primera serie de evaluaciones, se consideró que 26 enlaces cumplían con los criterios del BCE. En

octubre, tras una segunda serie, el Consejo de Gobierno admitió 21 enlaces adicionales. Por lo tanto, actualmente existen, en algunos países, alternativas comerciales para el uso transfronterizo de garantías, además del modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) establecido por el Eurosistema. Por el momento, los enlaces admitidos sólo pueden utilizarse para entregas libres de pago, al no existir acuerdos que posibiliten operaciones transfronterizas de entrega contra pago. En febrero de 2000 el Consejo de Gobierno ha evaluado y aprobado más enlaces.

#### ***Transferencia transfronteriza de valores***

El modelo de corresponsalía entre bancos centrales se estableció como una solución temporal para permitir el uso transfronterizo de garantías en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y de crédito intradía del SEBC, hasta que el sector privado desarrollara unos sistemas más completos para la transferencia transfronteriza de valores en general. Este es un objetivo cada vez más importante para el sector privado, que está intentando establecer no sólo enlaces sino también nuevos mecanismos comerciales para facilitar las transferencias transfronterizas de valores. Dentro de la zona del euro, los participantes en el mercado tienden a favorecer una infraestructura más eficiente e integrada para la liquidación de valores y varios proyectos están siendo puestos en funcionamiento en régimen competitivo. Ante dichos proyectos, el

Eurosistema ha adoptado una posición neutral, pero pretende garantizar que todas las alternativas propuestas ofrezcan un grado de seguridad compatible con los criterios establecidos para el uso de garantías en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y en las operaciones de crédito intradía del SEBC.

#### ***Barreras de infraestructura a la integración del mercado de repos de la zona del euro***

El Eurosistema tiene el mayor interés en el funcionamiento fluido de los mercados financieros de la zona del euro, en particular, con vistas a garantizar la transmisión de su política monetaria. En este contexto, los trabajos realizados por el Eurosistema han demostrado que, contrariamente a lo que ocurre con el mercado monetario sin garantías, el mercado monetario con garantías no está integrado en toda la zona del euro. Uno de los temas analizados fue el de las barreras a la integración debidas a problemas de infraestructura, en concreto, en lo que se refiere a aspectos de la liquidación de valores. Las barreras potenciales a una mayor integración en este área son la inexistencia de procedimientos de liquidación transfronteriza basados en la entrega contra pago, así como la existencia de diferentes marcos jurídicos, que responden a las necesidades de los mercados internos. Está claro que, aunque al Eurosistema le corresponde una labor de concienciación de estos problemas, las soluciones a los mismos deben proceder principalmente del mercado.





## **Capítulo VI**

### **Estabilidad financiera y supervisión prudencial**

## I El marco institucional para la estabilidad financiera

El marco institucional para la estabilidad financiera en la Unión Europea (UE) y en la zona del euro se basa en el mantenimiento de las competencias a nivel nacional y en la cooperación internacional. Por lo tanto, distintas estructuras y prácticas nacionales contribuyen, en el marco normativo armonizado definido en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado) y en las Directivas de la UE, a la consecución de los objetivos de estabilidad financiera.

El Tratado establece los instrumentos que se necesitan en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) para vincular la jurisdicción de la política monetaria única (es decir, la zona del euro) con las de las políticas de supervisión nacionales (entidades constituidas en los diferentes países). En primer lugar, el Eurosistema contribuye a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero” (apartado 5 del artículo 105 del Tratado). En segundo lugar, se asigna al BCE una función consultiva en el proceso normativo, (apartado 4 del artículo 105 del Tratado y artículo 25.1 de los Estatutos del SEBC). Dichas regulaciones reflejan el interés del Eurosistema, como banco central de la zona del euro, en el mantenimiento de la estabilidad del sector financiero.

El Comité de Supervisión Bancaria (CSB), compuesto por altos representantes de los bancos centrales y de las autoridades de supervisión bancaria, es la principal instancia que asiste al Eurosistema en el ejercicio de las funciones mencionadas anteriormente. Aunque el apartado 5 del artículo 105 del Tratado se aplica sólo a los países participantes, la cooperación en el CSB implica a todos los bancos centrales y autoridades supervisoras de los quince Estados miembros. Al mismo tiempo, el CSB puede también actuar como foro de consulta entre los supervisores bancarios de la UE sobre temas

no relacionados con las tareas de supervisión del Eurosistema. En cumplimiento de este doble mandato, el Comité de Supervisión Bancaria contribuye a asegurar la cooperación entre los BCN y las autoridades supervisoras de los diferentes Estados miembros. En la actualidad, esta cooperación se desarrolla a través de mecanismos de coordinación que operan: (i) dentro del Eurosistema, (ii) entre las autoridades supervisoras y el Eurosistema y (iii) entre las propias autoridades supervisoras.

Los mecanismos de coordinación se establecen principalmente desde dentro del Eurosistema. Este es el caso del mecanismo de provisión urgente de liquidez mediante el cual los bancos centrales, en circunstancias excepcionales, prestan ayuda, tras un análisis de cada caso particular, a entidades y mercados con problemas temporales de liquidez. En principio, es necesario destacar que no debería exagerarse la importancia del mecanismo. No debe considerarse la ayuda de los bancos centrales como uno de los principales medios por los que se puede garantizar la estabilidad financiera, ya que conlleva un problema de riesgo moral. Unas medidas preventivas destinadas a fomentar la adopción de buenas prácticas de gestión de riesgos por parte de las instituciones financieras, así como una regulación y una supervisión prudencial eficaces, que permitan alcanzar este objetivo, constituyen la primera línea de defensa posible contra la asunción excesiva de riesgos y las situaciones de dificultades financieras. Además, en las últimas décadas, muy rara vez se ha recurrido a la provisión de liquidez urgente en los países industriales, mientras que otros mecanismos de seguridad han adquirido una mayor importancia en la gestión de las crisis. Sin embargo, en caso de necesidad, se dispone de los mecanismos adecuados para hacer frente a una crisis financiera. El principio fundamental es que el banco central nacional competente toma la decisión relativa a la provisión urgente de liquidez para una institución que opera en su jurisdicción. Esto

supondría que la responsabilidad y el coste se asignarán al banco central en cuestión. Existen mecanismos que aseguran un flujo de información adecuado, para conseguir que cualquier impacto potencial sobre la liquidez pueda ser arbitrado de forma consistente con el mantenimiento de una política monetaria única apropiada. El mecanismo de la provisión de liquidez urgente se aplica dentro del Eurosistema y no afecta, por lo tanto, a los acuerdos existentes entre bancos centrales y autoridades supervisoras nacionales o a los acuerdos bilaterales o multilaterales de cooperación entre autoridades supervisoras y entre estas y el Eurosistema. No obstante, su buen funcionamiento se basa en la capacidad de poner en marcha, con rapidez y eficacia, unos mecanismos de coordinación diseñados para hacer frente a las implicaciones transfronterizas de las crisis financieras y para prevenir su contagio.

Por lo que se refiere a la cooperación entre el Eurosistema y las autoridades supervisoras de los países de la UE, el Comité de Supervisión Bancaria es el principal foro para tratar estos temas. En el desempeño de sus funciones de asistencia al Eurosistema en materia de supervisión prudencial y de estabilidad financiera, el Comité examina las cuestiones de carácter macroprudencial, analiza la situación de los sistemas bancarios y financieros y fomenta un intercambio fluido de información entre el Eurosistema y las autoridades de supervisión bancaria y de otras instituciones. El objeto de esta función del Comité es proporcionar la coordinación necesaria entre las cuestiones de banca central y las de supervisión bancaria. En particular, el Comité canaliza hacia las autoridades supervisoras la información sobre las entidades de crédito que el BCE y los BCN pueden haber obtenido en el ejercicio de sus tareas básicas en los ámbitos de la política monetaria y de los sistemas de pagos y de liquidación de valores. Al mismo tiempo, el Comité canaliza el flujo de información en sentido contrario, desde las autoridades supervisoras hacia el Eurosistema. En particular, habida cuenta de las posibles implicaciones sistémicas, los

supervisores estarán preparados para informar al Eurosistema de cualquier problema importante del sistema bancario en el momento en que ésta se produzca. Como cuestión de principio, el Comité está en posición de tratar todas las cuestiones pertinentes, dado que, a nivel comunitario, la Directiva adoptada tras el asunto del BCCI ha eliminado los impedimentos legales a la circulación de información confidencial entre los organismos de supervisión y los bancos centrales, incluidos el BCE y el Eurosistema. Basándose en los acuerdos existentes a nivel nacional, el flujo de información entre los organismos de supervisión y el Eurosistema es, por regla general, canalizado a través de los respectivos bancos centrales nacionales.

La cooperación entre las autoridades nacionales en materia de supervisión prudencial se basa en acuerdos bilaterales y multilaterales. Se ha reforzado considerablemente la cooperación bilateral entre las autoridades del país de origen y del país de acogida en todos los sectores de la actividad financiera. El conjunto de protocolos de cooperación suscritos en el sector bancario en el Espacio Económico Europeo (EEE) es la expresión del esfuerzo realizado para mejorar los canales de intercambio de información y para facilitar la supervisión de las actividades transfronterizas. Un protocolo de cooperación contiene normalmente las disposiciones de carácter práctico por las que se regulan los procedimientos de establecimiento, de forman que facilitan las inspecciones transfronterizas de sucursales y se fomenta el intercambio de información sobre las filiales. La cooperación multilateral en materia de supervisión prudencial en los diferentes sectores de actividad financiera se desarrolla, también eficazmente, a través de varios comités. En el sector bancario, además de la función realizada por el Comité de Supervisión Bancaria de forma consultiva entre los supervisores de la UE, existe el Grupo de Contacto, que trabaja desde 1972. Este Grupo funciona como foro para la cooperación multilateral y el intercambio de información a nivel del EEE sobre cuestiones

relacionadas con la aplicación de la regulación bancaria y con las prácticas de supervisión, incluyendo el examen de casos individuales. En el sector de los valores, el Foro de Comisiones Europeas de Valores fue creado en 1997 para promover la cooperación multilateral entre las comisiones de valores a nivel del EEE. Por su parte, la Conferencia de autoridades de supervisión de los seguros desempeña unas funciones similares en el sector de los seguros.

En conjunto, se ha conseguido la integración del sistema bancario y financiero de la UE a

través de un marco institucional basado en las competencias nacionales y la cooperación. La política monetaria única y la integración acelerada de los mercados bancarios y financieros de la zona del euro han aumentado la importancia de la cooperación dentro del Eurosistema, entre este y las autoridades supervisoras y entre estas últimas. Existen los mecanismos necesarios para facilitar el intercambio de información y para poner en práctica acciones de política acordadas conjuntamente, encaminadas a hacer frente a los factores que amenacen la estabilidad financiera.

## 2 Cambios estructurales en el sector bancario y financiero de la UE

La supervisión de los cambios estructurales que se produzcan en la zona del euro y en los mercados bancarios y financieros de la UE es importante tanto para el Eurosistema, en su calidad de banco central de la zona del euro, como para las políticas de supervisión nacionales. Desde la introducción del euro, estos cambios han ganado impulso, propiciando la reorganización del sector de servicios financieros. Los posibles efectos específicos de la introducción del euro sobre los bancos de la UE han sido extensamente estudiados por el Comité de Supervisión Bancaria.<sup>1</sup>

Un importante motor del cambio es la tecnología de la información y de la comunicación<sup>2</sup>, que contribuye a reducir los costes asociados con la recopilación, el almacenamiento, el procesamiento y la transmisión de la información, sustituyendo el soporte de papel y el uso intensivo de mano de obra por procesos automatizados. Además, esta tecnología modifica los modos de acceso a los servicios y productos bancarios por parte de los clientes, que pasan a utilizar canales automatizados, como el teléfono, el ordenador personal e Internet (banca telefónica y electrónica). Estos dos efectos alteran el carácter de la competencia en el sector bancario y pueden afectar la flexibilidad del mercado de servicios bancarios, ampliando también el número de

posibles participantes. Las instituciones financieras están respondiendo de modos diversos a estos y a otros cambios en las estructuras del mercado, al mismo tiempo que contribuyen a desarrollarlos más. En general, las grandes instituciones están tomando posiciones en este nuevo mercado, añadiendo nuevas actividades y/o expandiéndose geográficamente. La adaptación se considera necesaria para poder seguir sirviendo al mercado mayorista. Este reposicionamiento ha llevado a un aumento de las fusiones y adquisiciones entre las grandes instituciones financieras europeas, produciéndose un número limitado de fusiones y adquisiciones transfronterizas.

Dinámicas de mercado diferentes están impulsando cambios en las instituciones más pequeñas. Los costes fijos asociados a las inversiones en tecnología de la información y de la comunicación han incrementado la importancia de las economías de escala. Un elevado número de pequeñas instituciones europeas ha participado en fusiones y adquisiciones nacionales. En algunos países de la UE, las cajas de ahorros y las cooperativas han intensificado más aún la cooperación mutua dentro de sus grupos, bien mediante

<sup>1</sup> "Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term", BCE, febrero de 1999.

<sup>2</sup> "The effects of technology on the EU banking systems", BCE, julio de 1999.

acuerdos de cooperación específicos o bien creando sociedades de capital riesgo encargadas de proporcionar servicios de gestión de activos y de compensación de valores. Hasta la fecha, no se ha reducido de forma significativa la capacidad bancaria de Europa, medida en número de sucursales y de empleados. No obstante, la racionalización de las estructuras organizativas y las mejoras sustanciales de la eficiencia sólo se pueden apreciar, en general, tras un cierto período.

Los bancos, tanto los grandes como los pequeños, están adoptando también unas estrategias diseñadas para responder al proceso de desintermediación en el que se proporciona un número creciente de servicios financieros por medio de intermediación de mercado directa o a través de instituciones financieras no bancarias. Los bancos están introduciéndose en el negocio de gestión de activos con el fin de contener la desintermediación de los productos bancarios tradicionales. Esto resulta evidente, principalmente, en lo siguiente: (i) mayor participación en los servicios de negociación de valores, (ii) servicios de custodia y, sobre todo, (iii) establecimiento de filiales para la gestión de fondos de inversión. En cualquier caso, el efecto es claramente visible en la cuenta de resultados de los bancos, que muestra un desplazamiento desde los ingresos por intereses hacia los ingresos que no se derivan de intereses. El análisis realizado por el BCE<sup>3</sup> evidencia que, en la UE, los ingresos que no se derivan de intereses han sido el componente más dinámico de la

estructura de ingresos de los bancos en los últimos años y su importancia relativa, medida como porcentaje del total de ingresos de explotación, ha crecido de forma constante. Pese a los mayores costes asociados al desarrollo de actividades no tradicionales, el aumento de los ingresos que no se derivan de intereses parece haber tenido también un efecto positivo sobre la rentabilidad de los bancos de la UE en los últimos años, compensando así, en gran medida, la reducción de los márgenes de beneficios de las actividades bancarias tradicionales. La composición de los ingresos que no se derivan de intereses en los sistemas bancarios de la UE es algo heterogénea; los gastos y comisiones son el componente principal, representando cerca del 60% del total de dichos ingresos.

En conjunto, la reorganización del sector bancario y financiero se ha producido, en su mayor parte, dentro de las fronteras nacionales. Las actividades transfronterizas tienen todavía una importancia limitada, en especial en lo que se refiere a la prestación de servicios minoristas. Sin embargo, en la actualidad se observan unas tendencias comunes en los países de la zona del euro y de la UE. El rápido establecimiento de un mercado monetario único y la integración acelerada de los mercados de capitales tras la introducción del euro, evidencian el hecho de que los intermediarios y los mercados financieros se hallan cada vez más expuestos a perturbaciones que se originan fuera de las fronteras nacionales.

---

3 "EU banks' income structure", BCE, abril del 2000.

### 3 Análisis macroprudencial

El Comité de Supervisión Bancaria comenzó a analizar la solidez del sector bancario y financiero en la zona del euro y en la UE, sobre la base de una serie de datos establecidos de común acuerdo. Este trabajo es lo que se denomina análisis macroprudencial. Por otra parte, otras organizaciones internacionales están desarrollando este campo de análisis, con el fin de mejorar los instrumentos utilizados para comprender las razones de la fuerte turbulencia financiera que ha tenido lugar últimamente. Uno de los elementos clave de este trabajo ha sido la determinación de fuentes de datos fiables para conocer los puntos vulnerables de los sistemas financieros de los países desarrollados y de los países en vías de desarrollo.

El análisis macroprudencial se hace utilizando una serie de indicadores basados en datos agregados del sistema bancario, procedentes de los bancos centrales y de otras autoridades supervisoras, así como en los datos macroeconómicos y financieros relevantes para evaluar la solidez del sector bancario. La finalidad de estos indicadores es detectar acumulaciones de riesgos de carácter significativo en el sistema bancario, posibles perturbaciones originadas fuera de dicho sistema y canales de contagio por los que las dificultades de una entidad pueden propagarse a otras. Las técnicas utilizadas comprenden un análisis sistemático y regular basado en indicadores cuantitativos y una interpretación basada en la información y en las percepciones resultantes del proceso de supervisión. El análisis macroprudencial desarrollado en el CSB se centra en el sector bancario de la zona del euro y de la UE; se integra con otras actividades desarrolladas en el Eurosistema de seguimiento de los sistemas de pago y de liquidación de valores, de la

vigilancia de los mercados monetarios y de capitales pertinente para la ejecución de la política monetaria y de la supervisión de los mercados financieros internacionales. El análisis realizado en estos diferentes contextos permite mejorar los instrumentos del Eurosistema para contribuir a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero.

En 1999, se realizaron investigaciones ad hoc sobre dos temas: el riesgo de crédito de los bancos de la UE frente a los países emergentes y en vías de desarrollo, y las posibles implicaciones de los ajustes en los precios de los activos sobre la estabilidad del sector bancario. Por lo que refiere al primer tema, se halló que el sector bancario de la UE ha seguido reforzando su posición como el grupo mayor de prestamistas internacionales a los países emergentes y en vías de desarrollo. Sin embargo, dado que la exposición frente a los países con el grado de riesgo más alto ha sido relativamente limitada, que los bancos han constituido importantes provisiones para riesgos y que la situación económica general de estos países ha mejorado, la evaluación de los riesgos para los sistemas bancarios de la UE ha sido más positiva en 1999. En cuanto a los precios de los activos, el prolongado crecimiento en la mayor parte de los mercados de valores de la UE, junto con los rápidos aumentos registrados en algunos países de la UE en los mercados inmobiliarios aconsejaron un aumento de atención por parte de las autoridades supervisoras nacionales. En este contexto, algunas autoridades nacionales han tomado ya medidas especiales para conseguir una mayor concienciación de los riesgos y garantizar que los bancos no se expongan a una concentración crediticia demasiado elevada.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> "EU banks' income structure", BCE, marzo del 2000.

<sup>4</sup> "Asset prices and banking stability", BCE, febrero del 2000.

## 4 Sistemas de valoración y Centrales de información de riesgos

Además de la recopilación de información sobre la evolución de los mercados y sobre las amenazas contra la estabilidad bancaria y financiera contribuyen a la aplicación de medidas preventivas más eficaces a nivel nacional, a ella también coadyuvan la cooperación y el intercambio de información en lo referente a las prácticas de supervisión. Los sistemas de evaluación de riesgos figuran entre los instrumentos utilizados habitualmente a estos efectos.

Los sistemas de evaluación de riesgos a efectos de supervisión comprenden todos los sistemas y operaciones formalizados y estructurados que los supervisores bancarios utilizan para identificar, en una primera etapa, las entidades de crédito que presentan un riesgo elevado o creciente, o debilidad en los controles. Pese a su orientación nacional - considerando que están diseñados de acuerdo con las características y necesidades específicas de los sistemas bancarios nacionales- los sistemas de evaluación de riesgos a efectos de supervisión tienen muchos aspectos similares en los diferentes países de la UE. Los trabajos emprendidos en este ámbito por el CSB se han dedicado, principalmente, al análisis de los sistemas en funcionamiento o en proceso de desarrollo de las autoridades de supervisión bancaria y de los BCN en varios Estados miembros. Se han extendido contactos más allá de la UE, ya que se ha realizado también un análisis de los sistemas utilizados por la Canadian Deposit

Insurance Corporation y por la Federal Reserve de Estados Unidos, cuyos resultados fueron presentados a las autoridades supervisoras de la UE y a los BCN representados en el Comité de Supervisión Bancaria.

Las centrales de información de riesgos aunque sirven principalmente para asistir a las instituciones financieras en la gestión de sus riesgos de crédito, también pueden utilizarse como instrumento de supervisión. Se ha incrementado el intercambio de información entre las autoridades nacionales en el ámbito de las centrales de información de riesgos (CIR) que están actualmente en funcionamiento. Pese a que, en algunos países de la UE, existen, por lo menos de momento, obstáculos legales que no permiten el intercambio transfronterizo de información entre CIR, están examinándose en el CSB todos los problemas técnicos y operativos asociados a una posible apertura. El debate sobre la reestructuración de la arquitectura financiera internacional a la luz de las lecciones aprendidas de las recientes crisis ha puesto de relieve la necesidad de una mayor cooperación en la supervisión de los riesgos que presentan posibles implicaciones sistémicas entre países.<sup>5</sup> Los aspectos positivos y negativos de la creación de una central de información de riesgos internacional han sido examinados y está estudiándose la viabilidad de una central de información de riesgos de la zona del euro.

---

<sup>5</sup> Véase también Capítulo IV.





## **Capítulo VII**

### **La producción de billetes en euros y los preparativos para el canje de billetes y monedas**

## I Producción de billetes en euros

Los billetes en euros y sus componentes individuales se están produciendo en varios países europeos. La fabricación corre a cargo de los BCN y de empresas privadas y públicas. La producción de billetes en euros comenzó en julio de 1999, una vez se hubo completado con éxito la impresión de una serie piloto. Antes de terminar el año, la impresión había empezado en nueve de las once fábricas participantes. El retraso en el inicio de la producción en algunas de estas fábricas fue causado por la cantidad de billetes en euros que necesitan imprimir o a los compromisos de producción de los billetes nacionales.

La impresión ha comenzado por las denominaciones que requieren mayor número de billetes. Para el 1 de enero de 2002, los once países participantes tendrán que haber producido alrededor de 13 mm de billetes en euros:

9 mm para sustituir a los denominados en moneda nacional y 4 mm con carácter de reservas logísticas (véase cuadro 10). El valor facial de dichos billetes es 600 mm de euros, aproximadamente. Anualmente se actualizará la estimación del número de billetes que habrá que imprimir antes de la puesta en circulación, a fin de tener en cuenta las posibles variaciones en la demanda de los mismos.

Los procedimientos de seguridad relativos a la producción y al transporte de los billetes y de los componentes individuales han sido estudiados y consolidados. Se ha establecido un conjunto de normas obligatorias para garantizar un nivel mínimo de seguridad común para todas las instalaciones de producción.

## 2 Calidad de los billetes y monedas en euros

### **Calidad de los billetes**

Producir billetes que cumplan las mismas normas de calidad en once fábricas, que utilizan materias primas de diferentes proveedores, no es tarea fácil. Es indispensable garantizar que los billetes tengan idéntica apariencia e igual respuesta en todas las máquinas expendedoras y selectoras de billetes, de conformidad con las prácticas más adecuadas que se emplean en la producción de los billetes nacionales. A estos efectos, se han establecido unos procedimientos de inspección y control de calidad bien definidos.

Todas las fábricas participantes en la producción de billetes en euros han implantado un sistema de control de calidad común, basado en las normas ISO.<sup>1</sup> La estructura de este sistema común tiene como objetivo la calidad de los billetes individuales. Se han definido minuciosamente los procedimientos de inspección y de realización de pruebas destinadas a evaluar el

cumplimiento de los requisitos. Durante la producción de la serie piloto se verificó la validez de dichos procedimientos.

El BCE está valorando la correcta implantación y la aplicación del sistema de control de calidad mediante informes mensuales detallados, que preparan las fábricas de billetes, y mediante auditorías realizadas en los centros de producción.

### **Calidad de las monedas**

Las monedas en euros están siendo fabricadas en 10 países, por 14 fábricas. Para garantizar una calidad elevada y uniforme, los ministros de Hacienda de la UE, las Casas de la Moneda y el BCE establecieron, en junio de 1999, un sistema de control de calidad detallado. Cada casa de la moneda es responsable de la calidad de sus propias monedas, conforme a

---

<sup>1</sup> ISO 9002:1994.

normas comunes. El BCE actúa como asesor independiente: evalúa los informes mensuales sobre la calidad de las monedas que se realizan y organiza visitas a las distintas Casas

de la Moneda. El BCE advertirá inmediatamente a los ministros de Hacienda de cualquier problema que se pueda suscitar en relación con la calidad.

### 3 Protección de los billetes y monedas en euros contra la falsificación

Desde que el Consejo de Gobierno del BCE decidió crear una base de datos en el BCE para almacenar toda la información técnica y estadística sobre falsificaciones de billetes y monedas en euros, ha avanzado el proceso de planificación del sistema de supervisión de la falsificación, que comprende la base de datos, los instrumentos necesarios para utilizarla y las conexiones con los diferentes usuarios. Se han establecido las necesidades de los usuarios, que serán el fundamento del trabajo futuro. Además, se ha elaborado un esquema de la arquitectura técnica del sistema de supervisión de la falsificación y se han comenzado los trabajos preparatorios para la elaboración de un análisis funcional.

En noviembre de 1999, el BCE publicó un informe sobre la protección jurídica de los billetes en los Estados miembros de la UE. El informe es el resultado de un estudio detenido y de la ponderación de varios aspectos que atañen al régimen jurídico

de protección de los billetes en euros, entre los que están incluidos los relativos a la falsificación, la protección de los derechos de propiedad, los dispositivos que impidan la reproducción en fotocopiadoras, la adopción y publicación de los diseños, el canje de aquellos deteriorados o desgastados, la retirada de billetes, la emisión de billetes por parte de entidades distintas del BCE y los BCN, y la emisión de billetes que no son de curso legal, conocidos como billetes ficticios.

Se han establecido o intensificado los contactos con Europol, Interpol y la Comisión Europea, con el fin de instituir unos mecanismos adecuados de comunicación y colaboración, que serán fundamentales para garantizar un flujo de información efectivo en las tareas de prevención y lucha contra la falsificación.

### 4 Campaña EURO 2002

El Consejo de Gobierno ha seleccionado un grupo de comunicación internacional con vistas a realizar una campaña informativa para preparar la introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002. En cada país, el BCN será el principal interlocutor del grupo de comunicación.

Los objetivos más importantes de la campaña EURO 2002 son los siguientes:

- instruir al público y, más concretamente, a los diversos grupos objetivo sobre cómo reconocer los billetes auténticos;

- adiestrar a los cajeros de tiendas y bancos en cómo examinar los billetes, de manera rápida y eficiente, con el fin de detectar posibles falsificaciones;
- asegurar una acogida favorable de los billetes y monedas en euros y
- preparar gradualmente al público para la introducción de los billetes y monedas en euros, mediante una reiterada llamada de atención hacia el diseño de los mismos.

En este contexto, el término “público” no se refiere solamente a la población residente en la zona del euro, sino también a los

ciudadanos de otros países en los que circularán los billetes en euros, y a los visitantes en los países de la zona del euro. La

campaña se coordinará con la Comisión Europea y los Estados miembros de la zona del euro, así como con Grecia.

## 5 La introducción de los billetes y monedas en euros en el año 2002

### **Delimitación del canje**

Para garantizar que el canje a los billetes y monedas en euros, que tendrá lugar en 2002, se produzca con fluidez y de forma satisfactoria, es preciso establecer la logística de este proceso con la claridad y anticipación suficientes para que todos los implicados puedan llevar a cabo, con tiempo, los preparativos necesarios. Durante la segunda mitad de 1999, todas las partes involucradas en dicho proceso debatieron extensamente este tema. A raíz de estas discusiones, los ministros representados en el Consejo ECOFIN, en estrecha colaboración con los BCN y en consonancia con el punto de vista expresado por el BCE, alcanzaron el siguiente acuerdo sobre el esquema del proceso de canje:

- Los Estados miembros harán todo lo posible para garantizar que la mayoría de las transacciones en efectivo pueda realizarse en euros antes de que concluya la primera quincena de enero del 2002.
- Los Estados miembros participantes consideran que el período de doble circulación de los antiguos y de los nuevos billetes y monedas debería durar entre cuatro semanas y dos meses. Los Estados miembros podrán facilitar el canje de billetes y monedas nacionales después de este período.
- Para que exista una cantidad suficiente de billetes y monedas en circulación en los primeros días de enero del 2002, sería útil entregar una cantidad suficiente de los mismos a las entidades financieras y a algunos otros grupos, en particular a comercios y compañías de transporte de fondos, con cierta antelación respecto al 1 de enero de 2002. Los Estados miembros señalan que esta distribución anticipada no

significa la puesta en circulación de los billetes y monedas antes del 1 de enero de 2002.

- Para ayudar a los ciudadanos a familiarizarse con las nuevas monedas y para facilitar el canje, los Estados miembros opinan que cabe considerar la posibilidad de poner al alcance del público una cantidad limitada de monedas, previa petición. Dicha medida favorecería, en especial, a los grupos más vulnerables de la población, pero en ningún caso se llevaría a cabo antes de la segunda mitad de diciembre del 2001.

Este marco permite a los Estados miembros realizar el canje de billetes y monedas de la manera que estimen más conveniente, según las circunstancias específicas de cada país.

### **Distribución anticipada**

La necesidad de distribuir por adelantado, antes del 1 de enero de 2002, billetes y monedas en euros a los bancos y –en principio, por mediación de éstos– a otros grupos seleccionados, así como la determinación del plazo de entrega anticipada, dependen, en gran medida, del escenario de canje elegido en cada país y de la infraestructura logística nacional. Como principio general, cualquier distribución anticipada debería realizarse “tan tarde como sea posible y tan pronto como sea necesario”. De acuerdo con este concepto, el Consejo de Gobierno ha adoptado el principio de armonizar la fecha en que puede comenzar la predistribución de billetes y monedas en euros a los grupos seleccionados, antes del día E. Cada BCN podrá actuar libremente, dentro del plazo límite, para responder a la demanda nacional de distribución anticipada.

Por lo que se refiere a los diferentes grupos seleccionados, todos los países participantes reconocen la necesidad de proporcionar a las entidades de crédito, antes del día E, tanto billetes como monedas en euros, como requisito esencial para una transición fluida y rápida. Por otro lado, hay acuerdo sobre la necesidad de suministrar monedas en euros al sector minorista, o a parte de él, a través de las entidades de crédito, antes del día E (subdistribución anticipada). Ello se debe a que, al contrario que los billetes, las monedas entran generalmente en circulación por vía del comercio minorista en mayor medida que a través de las entidades de crédito. En otras palabras, el sector minorista deberá disponer de una cantidad suficiente de monedas en euros desde el primer día de circulación. Así, será posible devolver cambio en euros a los consumidores que paguen con billetes euros, retirados de los cajeros automáticos o de las ventanillas de los bancos. Como se ha mencionado anteriormente, la distribución anticipada contribuiría a cumplir con la importante exigencia de completar el proceso de canje en un período de tiempo relativamente corto.

De acuerdo con la declaración común del Consejo ECOFIN, varios Estados miembros están contemplando la posibilidad de realizar una entrega anticipada de monedas en euros a los ciudadanos en la segunda mitad de diciembre del 2001. En cuanto a los billetes en euros, el Consejo de Gobierno considera que la entrega anticipada de estos billetes al público está prohibida por los artículos 10 y 11 del Reglamento (CE) nº 974/98 del Consejo sobre la introducción del euro, puesto que, en la práctica, ello equivaldría a su puesta en circulación.

### ***Adaptación de los cajeros automáticos, las máquinas clasificadoras y las máquinas aceptadoras de billetes y monedas***

Es de esperar que un número muy elevado de billetes en euros se distribuya a través de los cajeros automáticos o que se pague a través de máquinas aceptadoras de billetes. Por otra parte, los consumidores tendrán interés, desde el primer momento, en utilizar billetes y monedas en euros para pagar los bienes y servicios ofrecidos en todo tipo de máquinas expendedoras. Finalmente, las entidades de crédito y las compañías de transporte de fondos necesitarán disponer de equipos que puedan contar y clasificar los billetes y monedas en euros con seguridad y fiabilidad desde su puesta en circulación.

Por lo tanto, debe quedar claro que la adaptación de las máquinas mencionadas será de crucial importancia para garantizar que la introducción de los billetes y monedas en euros en el 2002 se lleve a cabo sin problemas.

Desde hace varios años, estas cuestiones están siendo analizadas por los sectores implicados y sus respectivas asociaciones. Los debates se han centrado en la necesidad de que se les proporcione a tiempo la información necesaria sobre las especificaciones técnicas de los billetes y monedas en euros, y de disponer de los mismos para desarrollar y comprobar los sensores y otros dispositivos necesarios.

Durante el año 2000, el sector implicado tendrá la posibilidad de comprobar sus sensores y otros dispositivos con billetes en euros, en una sede central que pondrá a su disposición el BCE. En 2001, la comprobación se llevará a cabo de forma descentralizada<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> En lo que atañe a las monedas en euros, la industria tiene la posibilidad de realizar pruebas en centros que los Estados miembros han organizado con tal fin.

## 6 Circulación de billetes y monedas antes del año 2002

El 1 de enero de 1999, las unidades monetarias nacionales pasaron a ser unidades fraccionarias del euro. Sin embargo, los billetes y monedas en euros no se emitirán hasta el 1 de enero de 2002. Hasta dicha fecha, los billetes y monedas de curso legal en la zona del euro son los nacionales, cuya emisión y volumen dependen de la autorización del BCE. Durante el período transitorio, con el fin de garantizar que las monedas nacionales sean perfectamente sustituibles entre sí, el cambio de los billetes denominados en las monedas nacionales de la zona del euro está regido por el artículo 52 de los Estatutos SEBC, que establece lo siguiente:

“Tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio, el Consejo de Gobierno adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable sean cambiados por los BNC a sus respectivos valores de paridad.”

En este contexto, el Consejo de Gobierno ha decidido que cada BCN ha de garantizar, al menos en una localidad de su territorio nacional, directamente o a través de su agente autorizado, el cambio de billetes de otros Estados miembros participantes por billetes y monedas nacionales o, si así se solicita y si la legislación nacional contempla esta posibilidad, su abono en cuenta en la institución que efectúa el cambio, en ambos casos a sus respectivos valores de paridad. Los BCN pueden limitar tanto el número como el importe total de los billetes que decidan aceptar diariamente o en cada operación.

De acuerdo con lo anterior, unas 500 sucursales de BCN situadas en la zona del euro han intervenido en cambios de billetes

de otros países de la zona del euro. En 1999, estas operaciones, realizadas en conformidad con lo dispuesto en el artículo 52, han tenido lugar en todos los Estados miembros participantes con toda fluidez.

Además, los BCN pueden repatriar los billetes de otros países participantes, ya sea por sí mismos, a través de un agente o bien utilizando los canales comerciales existentes.

El valor total de los billetes repatriados a sus respectivos países de emisión fue de 6,2 mm de euros, con un volumen correspondiente a 115,7 millones de unidades. Las cifras más elevadas, en términos de valor, correspondieron a las liras italianas (1,7 mm de euros), los florines holandeses (1,1 mm de euros) y los chelines austríacos (0,8 mm de euros).

### **Cuadro 10** Cantidades de billetes en euros que habrán de producirse antes del 1 de enero de 2002

(millones de unidades)

Bélgica	530
Alemania	4 030
España	1 925
Francia	2 585
Irlanda	180
Italia	1 950
Luxemburgo	45
Países Bajos	605
Austria	520
Portugal	450
Finlandia	170
<b>TOTAL UE-11</b>	<b>12 990</b>







20



## **Capítulo VIII**

### **Desarrollo de la estructura estadística**

El principal objetivo del trabajo estadístico del BCE es la elaboración y desarrollo de las estadísticas de la zona del euro, que sirven de base a la puesta en práctica de la política monetaria única del Eurosistema, requerida por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (Tratado). Dicho trabajo se lleva a cabo en colaboración estrecha con los BCN, que son los que recopilan los datos de los distintos agentes.

### ***Estadísticas monetarias y bancarias, tipos de interés y emisiones de valores***

En diciembre de 1998, el BCE publicó por primera vez los datos del balance consolidado del sector Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y las estadísticas monetarias que se derivan de este documento contable. Desde entonces, estas estadísticas se publican mensualmente en el mes siguiente al que se refieren los datos. A lo largo de 1999 continuó el proceso de desarrollo de la estadística. Así, en marzo de 1999, con datos referidos a febrero, se calculó por primera vez el crecimiento de los agregados monetarios a partir de los flujos; es decir, después de haber ajustado éstos de las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que, en sentido estricto, no se deben a operaciones. Hasta esa fecha, las tasas de crecimiento se calculaban sobre las series de saldos en circulación. Al mismo tiempo, se dispuso de las variaciones del balance consolidado de las IFM en forma de flujos. Desde finales de junio de 1999, con datos referidos a mayo y provisionales, se dispone de los tres agregados monetarios M1, M2 y M3, en términos desestacionalizados. Los datos del balance sirven también para calcular la necesidad de reservas mínimas de las entidades de crédito.

Trimestralmente, las IFM remiten información más detallada sobre su actividad por sectores, monedas y plazos de vencimiento y determinados datos adicionales sobre los créditos por finalidades. En el Boletín mensual del BCE de abril de 1999 se inició la publicación de un conjunto reducido de datos

trimestrales. Desde entonces se ha ampliado su cobertura y algunas series históricas.

La "Lista de IFM" se actualiza mensualmente y se publica en la dirección del BCE de Internet, para cumplir con la obligación de mantener una aplicación consistente de la definición de IFM en la zona del euro (y también en la Unión Europea).

El BCE publicó por primera vez datos sobre emisiones de valores en noviembre de 1999. Estos datos se refieren a emisiones nuevas, amortizaciones, emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro, separando euros y otras monedas; emisiones de no residentes en dicha zona denominadas en euros y saldos vivos.

Asimismo, desde principios de 1999, el BCE publica un conjunto de tipos de interés del mercado monetario y de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, así como varios tipos de interés de los depósitos y los créditos aplicados por las IFM a su clientela. No obstante, hay que señalar que los mercados bancarios al por menor en la zona del euro están aún muy fragmentados, por lo que los datos sobre los tipos de interés en los distintos países de esta zona no son totalmente comparables. Por esto, los tipos de interés resultantes deben utilizarse, principalmente, para analizar la evolución de estos a lo largo del tiempo y no sus niveles.

En 1999 se han iniciado los trabajos para mejorar la comparabilidad de las estadísticas sobre tipos de interés de las entidades de crédito aplicados a la clientela. La conclusión de tales trabajos puede llevar tiempo y se desarrollará en paralelo con la cada vez mayor integración de los mercados financieros al por menor de la zona del euro. Será necesario también mejorar las estadísticas sobre emisiones de valores. Habrá que acudir a información complementaria, que no puede obtenerse de los balances de las IFM, como en el caso de la obtención de datos sobre los tenedores de instrumentos negociables emitidos por IFM. En la mayoría de los meses ha sido preciso realizar revisiones en las

estadísticas monetarias y de valores, aunque, de la experiencia adquirida en el tratamiento de los balances de las IFM, que se vienen elaborando hace más tiempo, se deduce que estas revisiones irán disminuyendo a medida que el sistema vaya estabilizándose. Finalmente, está comenzando a abordarse la elaboración de estadísticas de instituciones financieras no monetarias, en especial de instituciones de inversión colectiva, y de operaciones con derivados financieros.

### **Estadísticas de balanza de pagos y de la posición de inversión internacional (incluidas las reservas), y tipos de cambio efectivos**

En abril de 1999, se publicaron los primeros agregados mensuales de las principales rúbricas de la balanza de pagos de la zona del euro, con datos denominados en ECU, en una serie cuya primera observación data de enero de 1998. Las primeras cifras trimestrales, más detalladas, se publicaron en septiembre de 1999. Los primeros datos de la posición (neta) de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro, referidos al final de 1997 y 1998, se publicaron en el Boletín mensual del BCE de diciembre de 1999.

Los conceptos y definiciones seguidos en las estadísticas de balanza de pagos y de la posición de inversión internacional son, en general, los de la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI de octubre de 1993, aunque se aceptan algunas desviaciones en las estadísticas mensuales, para hacer posible el cumplimiento de los estrechos plazos establecidos. Los Estados miembros han dedicado muchos esfuerzos a la consecución de la mayor armonización posible, antes de la publicación de los primeros datos. Sin embargo, las revisiones observadas en algunos Estados miembros indican que el proceso todavía está incompleto, por lo que los esfuerzos para mejorar la calidad de los datos habrán de continuar en el año 2000. El BCE ha tomado parte activa, en cooperación con la

Comisión Europea (Eurostat), los BCN y los institutos de estadística, en el análisis de las discrepancias en las estadísticas de la balanza de pagos.

Las cuentas de inversión de cartera y de “otras inversiones” presentan el mayor desafío para los productores de las estadísticas de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional. Una de las mayores dificultades, con repercusiones en toda la cuenta financiera, es el registro de las tenencias de valores negociables, con los detalles necesarios.

Las reservas internacionales del Eurosistema se están publicando, junto con los datos de la balanza de pagos, desde abril. Estos datos incluyen los activos en divisas convertibles del Eurosistema frente a no residentes del área euro, el oro monetario, los derechos especiales de giro y las posiciones de reserva en el FMI. Los activos en divisas convertibles frente a residentes de la zona del euro –por ejemplo, depósitos en monedas distintas del euro colocados en bancos situados en los Estados miembros– se publican por separado, pero no se incluyen en las reservas internacionales. Se han hecho los trabajos preparativos para la publicación, a partir de marzo del año 2000, de las reservas internacionales del Eurosistema de acuerdo con el nuevo modelo establecido por el FMI y el BPI.

En los primeros meses de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el BCE utilizó una medida del tipo de cambio efectivo del euro elaborada por el BPI. Desde octubre de 1999, el BCE ha publicado su propio índice, calculado como media geométrica ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los trece países, teniendo en cuenta el comercio bilateral como la competitividad en terceros mercados. Un índice mensual “real” introduce los ajustes debidos a cambios en los precios de consumo en el área del euro y en los países competidores.

### **Cuentas financieras**

El BCE está diseñando estadísticas de cuentas financieras en términos de flujos financieros y de balances de activos financieros y de pasivos en circulación para complementar el análisis monetario y los trabajos de investigación. Las fuentes principales para obtener estos datos serán el balance consolidado de las IFM, la balanza de pagos y las estadísticas de valores; las estadísticas financieras del sector administraciones públicas de los países de la zona del euro; y las cuentas financieras nacionales elaboradas con la metodología del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC/95), que constituyen un potente instrumento para lograr la armonización.

Actualmente, el BCE publica datos anuales referidos al ahorro, la inversión y la financiación de los sectores privados no financieros de la zona del euro, obtenidos de las cuentas de capital y financieras nacionales. No obstante, el objetivo es elaborar tales estadísticas a partir de las fuentes trimestrales de la zona del euro citadas y haciendo el mejor uso posible de las cuentas financieras nacionales.

### **Estadísticas económicas**

Según el Tratado de la UE, el principal objetivo del BCE es mantener la estabilidad de precios. La medida de precios que se utiliza para este propósito es el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro. El BCE emplea también una amplia gama de datos económicos para realizar una valoración fundada del panorama sobre la evolución de los precios y los riesgos para su estabilidad en la zona euro. Por lo tanto, el BCE está muy interesado en disponer de estadísticas de calidad sobre precios y costes, cuentas nacionales, mercado de trabajo e indicadores económicos en general. También utiliza datos de encuestas de naturaleza cualitativa. En lo que concierne al uso de

estos datos para respaldar la instrumentación de la política monetaria, la frecuencia y un desfase reducido son elementos importantes para su calidad.

Respecto al IAPC se han conseguido progresos importantes. Su cobertura se ha extendido para incluir los sectores de salud, educación y protección social, aunque no se dispone de series históricas para estos nuevos epígrafes. Está por resolver el tratamiento que debe darse al gasto en vivienda ocupada por sus propietarios.

La Comisión Europea (Eurostat) elabora tres estimaciones del PIB trimestral de la zona del euro transcurridos 70, 100 y 120 días desde el período de referencia. Es preciso realizar estimaciones puesto que no todos los países de la zona del euro elaboran cuentas trimestrales. La implantación del SEC/95 está revistiendo mayores dificultades de las que se esperaban. Muchos países de la zona del euro no disponen aún de algunos indicadores, en particular, de los relativos al mercado de trabajo, lo cual impide elaborar agregados para dicha zona conceptualmente consistentes con las cuentas nacionales. La falta de datos de empleo y costes laborales para la zona del euro afecta a los indicadores que se obtienen a partir de ellos, tales como los costes laborales unitarios.

La Comisión Europea publica varios indicadores a corto plazo referidos a la zona del euro, en particular la producción industrial y los precios industriales. La mayoría de los indicadores no incluyen todos los países de esta zona y se basan en estimaciones. El desfase en la disponibilidad de los datos se ha reducido en 1999. La aplicación plena del Reglamento del Consejo de la UE sobre estadísticas de corto plazo (1998) se demorará algunos años debido a las cláusulas de derogación. El BCE utiliza encuestas sobre la confianza de las empresas y de los consumidores realizadas por la Comisión Europea con periodicidad mensual.

### **Cooperación con la Comisión Europea**

El BCE es responsable de las estadísticas monetarias y bancarias referidas al espacio europeo; esta institución comparte responsabilidad con la Comisión Europea (Eurostat) en las estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y cuentas financieras. En lo concerniente a precios y costes y a otras estadísticas económicas, la responsabilidad es de la Comisión Europea. La división de responsabilidades establecida ha funcionado satisfactoriamente en 1999.

### **Cooperación con instituciones internacionales**

Según el artículo 5.1 de los Estatutos del SEBC, el BCE debe cooperar estrechamente con los organismos internacionales en lo relativo a temas estadísticos. En 1999, esta cooperación, principalmente con el BPI y el FMI, ha sido muy estrecha en las áreas de

balanza de pagos, reservas internacionales, emisiones de valores (el BPI es la fuente de datos de las emisiones denominadas en euros, realizadas por no residentes en la zona del euro) y en lo relativo al uso internacional del euro.

### **Estadísticas de los Estados miembros que no pertenecen a la UEM**

Se encarece a todos los Estados miembros de la UE para que lleven a cabo la preparación estadística necesaria para su participación en la tercera fase de la UEM. En la práctica, el BCE recibe un conjunto de datos muy completo de los Estados miembros no participantes. Estos datos se utilizan para realizar un seguimiento de su evolución económica y financiera. No obstante, la integración de las estadísticas de estos países con las de la zona del euro requerirá un trabajo intensivo con el país o países en cuestión durante el período precedente a la ampliación de la zona del euro.



## Capítulo IX

### Otras tareas y actividades



## I Funciones consultivas

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC disponen que el BCE sea consultado por el Consejo de la UE o por las autoridades nacionales responsables, según corresponda, acerca de cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal nacional que entre en el ámbito de sus competencias.

La Decisión del Consejo CE/98/415, de 29 de junio de 1998, establece los límites y condiciones de las consultas de las autoridades nacionales acerca de los proyectos de disposiciones legales.

Además, las autoridades nacionales pueden consultar de forma voluntaria al BCE sobre proyectos de disposiciones legales dirigidos a transponer las Directivas de la CE que entren

en el ámbito de competencias de dicha institución.

En 1999, se formularon un total de 22 consultas, de las cuales tres se referían a actos jurídicos comunitarios y 19 a proyectos de disposiciones legales nacionales relativos a materias que entraban en el ámbito de competencias del BCE. El número de consultas fue menor que el correspondiente a 1998, año en el que se produjeron 64 consultas, ya que la legislación sobre los estatutos de los BCN y sobre la introducción del euro fue aprobada con anterioridad a enero de 1999.

El recuadro siguiente resume las consultas formuladas en 1999.

### Recuadro 7

#### Procedimientos de consulta durante 1999

Nº	Origen	Materia
1	España	Trasposición de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores (“Directiva sobre la firmeza de la liquidación”)
2	Italia	Enmiendas a la ley de introducción del euro
3	Italia	Producción y emisión de moneda metálica
4	Grecia	Desmaterialización de las acciones del Banco de Grecia
5	Austria	Autoridad supervisora bancaria
6	Comisión Europea	Normas detalladas para la aplicación del Reglamento (CE) nº 2494/95 del Consejo relativo a los criterios mínimos para el tratamiento de los seguros en el índice armonizado de precios de consumo <sup>1</sup>
7	Austria	Trasposición de la Directiva CE/97/5, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas y de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación
8	Comisión Europea	Enmienda al Reglamento (CE) nº 2214/96 de la Comisión relativo a los subíndices del índice armonizado de precios de consumo <sup>2</sup>
9	Suecia	Trasposición de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación
10	Alemania	Tercera ley sobre la introducción del euro

<sup>1</sup> DOCE C 252, 3.9.1999, p.4

<sup>2</sup> DOCE C 285, 7.10.1999, p.14

11	Consejo de la UE	Normas detalladas para la aplicación del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo relativo a los criterios mínimos para el tratamiento de los productos de los sectores de sanidad, educación, y protección social en el índice armonizado de precios de consumo <sup>3</sup>
12	Irlanda	Ley de derechos de autor y similares
13	Países Bajos	Protección de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras frente a los perjuicios derivados del cierre de los sistemas de pago y de liquidación de valores el 31 de diciembre de 1999
14	Portugal	Proyecto de ley que atribuye al Banco de Portugal las competencias de: (i) producir e imprimir papel moneda y otros documentos de seguridad, (ii) distribuir billetes y (iii) establecer servicios relacionados con la consecución de dichas actividades
15	Portugal	(i) Marco legal de las entidades de crédito e instituciones financieras en lo que se refiere al Fondo de garantía de depósitos y (ii) actividades del Fondo de garantía de depósitos
16	España	Régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España
17	Luxemburgo	Obligaciones contractuales del sector financiero con vencimiento el 31 de diciembre de 1999
18	Grecia	Modificaciones a los Estatutos del Banco de Grecia
19	Luxemburgo	Trasposición de la Directiva relativa a la firmeza de la liquidación
20	Francia	Estatutos y función del IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-mer)
21	Francia	Estatutos y función del IEDOM
22	Luxemburgo	Estadísticas de balanza de pagos

<sup>3</sup> DOCE C 324, 12.11.1999, p.11

## 2 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 237 D (antiguo artículo 180 D) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado), el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento por parte de los quince BCN de la UE, de las obligaciones que se derivan de los artículos 101 y 102 (antiguos artículos 104 y 104 A) del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de

los Estados miembros y de instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. De acuerdo con el artículo 102, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para el sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos comunitarios. Al inicio de la segunda fase de la UEM, esta función de supervisión fue asignada al Instituto Monetario Europeo. Desde el 1 de junio de 1998, el BCE es responsable de

supervisar el cumplimiento, por parte de los BCN, de las obligaciones que les incumben, mientras que la Comisión Europea lo es del cumplimiento de las disposiciones mencionadas por parte de los Estados miembros.

Para el Eurosistema es de suma importancia que se respeten, en cualquier circunstancia, las mencionadas disposiciones del Tratado y los Reglamentos del Consejo que las desarrollan. La financiación monetaria de las administraciones e instituciones públicas, así como cualquier forma de acceso privilegiado a las entidades financieras, generarían expectativas inflacionistas, mermando seriamente la credibilidad de la política monetaria única. Otra de las consecuencias podría ser un menor estímulo para llevar a cabo los programas necesarios de saneamiento presupuestario en los países de la zona del euro, al proporcionar a los Estados un modo fácil de satisfacer su necesidad de financiación.

### **3 La transición al año 2000**

El 1999, el SEBC dedicó considerables esfuerzos y recursos a garantizar una transición al año 2000 sin grandes incidentes. Puesto que el problema del año 2000 tiene su origen en los sistemas informáticos, la mayor parte del trabajo inicial se encaminó a lograr la adaptación de dichos sistemas, prestando especial atención tanto a los sistemas necesarios para la ejecución de la política monetaria como al sistema TARGET.

#### ***Verificación y rectificación***

Se elaboró un inventario de todo el software y el hardware utilizado por el BCE y por cada uno de los BCN. Allí donde se consideró conveniente, se modernizaron los sistemas y se instalaron versiones de software adaptadas al año 2000. El BCE y cada uno de los BCN se encargaron, de forma individualizada, de realizar una serie de pruebas en sus sistemas internos, con objeto de comprobar que los

El BCE supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público nacional y del de otros Estados miembros realizadas por los BCN en el mercado secundario. A tenor de lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 101 del Tratado. Tales adquisiciones no deberán constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

En conjunto, la información proporcionada por los BCN al BCE parece indicar que las disposiciones recogidas en los artículos 101 y 102 del Tratado y en los Reglamentos de Consejo han sido, en general, respetadas durante el período considerado. En el curso de la transición al nuevo sistema, han surgido algunos problemas técnicos y algunos fallos de menor importancia, que están siendo corregidos.

sistemas reconocían correctamente las fechas del siglo XXI. Además de las pruebas de adaptación de su sistema interno, el BCE efectuó la comprobación inicial de los sistemas para el conjunto del SEBC, en la medida en que ello fue posible dentro de un entorno cerrado en la propia institución. De este modo, en los primeros meses de 1999 se verificó la adaptación al año 2000 de todos los componentes individuales de los sistemas informáticos para el conjunto del Eurosistema.

Posteriormente, se llevaron a cabo una serie de pruebas bilaterales entre el BCE y todos los BCN de la zona del euro, así como con otros BCN no pertenecientes a la misma y que decidieron participar. Estas pruebas se realizaron en entorno simulado del año 2000, pero utilizando la infraestructura del SEBC, para verificar el funcionamiento operativo continuado de las aplicaciones. En su transcurso, solo se descubrió un número muy

reducido de problemas relacionados con el año 2000. En los pocos casos en los que se detectaron problemas de adaptación, se procedió a realizar las rectificaciones oportunas, y hacia finales del verano de 1999, se confirmó que todos los sistemas esenciales del BCE y del SEBC estaban adaptados al año 2000.

De conformidad con otras actividades de adaptación al año 2000 del SEBC, el sistema TARGET se sometió a un intenso periodo de pruebas. El enfoque utilizado se basó en los procedimientos de comprobación que habían demostrado su efectividad en las pruebas realizadas con TARGET antes de su puesta en marcha el 4 de enero de 1999. Tras finalizarse con éxito las pruebas individuales de los componentes nacionales y de las conexiones al servicio S.W.I.F.T. FIN, se efectuaron pruebas “entre sistemas”, en las que los sistemas de los BCN y del BCE ensayaron una sesión diaria completa en un entorno simulado del año 2000. Durante esta segunda fase, una serie de entidades de crédito intervinieron en la verificación del sistema nacional de liquidación bruta en tiempo real de cada país. Por último, el sábado 25 de septiembre de 1999 se llevó a cabo una prueba sobre la adaptación del sistema TARGET al año 2000. En un ensayo general de una sesión diaria completa en un entorno simulado del año 2000, varios centenares de entidades de crédito demostraron su capacidad para realizar operaciones de envío y recepción de pagos transfronterizos a través de TARGET. En varios países, también se verificó el funcionamiento de los sistemas de pagos internos, en colaboración con terceros.

Al mismo tiempo, se efectuaron pruebas con el modelo de corresponsalía entre bancos centrales, que es un sistema que permite la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza, con el fin de cubrir las necesidades de estos activos originadas por las operaciones de política monetaria y por los sistemas de pagos. En las pruebas realizadas no se detectó ningún problema.

Como parte de sus funciones de supervisión, el SEBC efectuó también un seguimiento de los avances producidos en otros sistemas de grandes pagos y en los sistemas más importantes de pequeños pagos de la UE y, en concreto, en aquellos que liquidan sus saldos de fin del día a través de TARGET. Al introducir la estrategia de TARGET para el año 2000 como norma, se establecieron unos procedimientos de recogida de información para cada país, para verificar que todos los sistemas de pagos hubieran concluido sus pruebas internas a finales de abril de 1999, y las pruebas multilaterales, a finales de julio de 1999.

Una vez finalizadas las verificaciones y las rectificaciones, el BCE evitó introducir cambios desde el 1 de octubre de 1999 hasta el 1 de marzo de 2000, para asegurarse de que sus sistemas permanecieran estabilizados en una situación de adaptación al año 2000.

#### **Otras medidas preventivas**

El 31 de marzo de 1999, el BCE anunció su decisión de cerrar el sistema TARGET el 31 de diciembre de 1999, con el fin de limitar las transacciones en esa fecha y de permitir que las entidades bancarias realizaran las operaciones de cierre de ejercicio y generasen copias de seguridad completas de todos los sistemas pertinentes, antes del paso al año 2000. En consonancia con esta medida, el BCE también contribuyó a que los Estados miembros promovieran la adopción de medidas legislativas, mediante la presentación de un comunicado que fue aprobado por los ministros de Finanzas el 17 de abril de 1999. El comunicado instaba a los Estados miembros a asegurarse, por los medios que considerasen adecuados, de que, al igual que en un día festivo normal, el cumplimiento de cualesquiera obligaciones contractuales asumidas por las entidades de crédito u otros agentes de los mercados financieros no venciese ni fuese exigible el 31 de diciembre de 1999, al menos en lo referente a transacciones en euros.

Además de estas intensas actividades internas de adaptación, el BCE analizó también el impacto que podría tener la transición al año 2000 en la zona del euro. Como consecuencia de este ejercicio, se concluyó que era improbable que las implicaciones económicas y monetarias de la transición al año 2000 fuesen de relevancia para la estrategia de política monetaria a medio plazo del BCE. Aunque el BCE no veía la necesidad de que el público tuviese en su poder, durante el periodo de transición, un volumen de billetes superior al normalmente requerido los últimos días del año, los BCN tomaron las medidas necesarias para que la cantidad de billetes disponible fuera suficiente para hacer frente a cualquier demanda extraordinaria por motivos de precaución.

Por otra parte, el BCE evaluó cuidadosamente la idoneidad del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema para la transición al año 2000. El Eurosistema anunció en agosto de 1999 que no consideraba necesario introducir ningún cambio sistémico en su marco operativo como consecuencia del paso al año 2000. De hecho, el diseño efectuado desde el principio permite la introducción de todas las adaptaciones técnicas que se juzgan pertinentes para conseguir una flexibilidad máxima en la ejecución de la política monetaria. El marco operativo del Eurosistema ya incorporaba mecanismos diseñados para acomodar cualquier nivel de demanda de liquidez por parte de los participantes en el mercado. Por todo ello, el único cambio técnico de importancia menor, anunciado por el BCE el 23 de septiembre de 1999, fue la no iniciación ni vencimiento de ninguna operación principal de financiación en la primera semana del 2000. Para ello, se amplió a tres semanas el plazo de vencimiento de las dos últimas operaciones principales de financiación de 1999. Otra medida adicional, destinada a contribuir a que la transición al año 2000 en los mercados de dinero se realizara sin contratiempos, fue el aumento del volumen adjudicado en las tres últimas operaciones de financiación a más largo plazo de 1999, desde el nivel previo de 15 mm a 25 mm de euros.

Asimismo, se examinaron los acuerdos jurídicos firmados por el BCE y, cuando se consideró necesario, se actualizaron para garantizar su efectividad en cualquier año del siglo XXI.

En cualquier caso, el BCE no descartó la posibilidad de la aparición de problemas imprevistos que pudieran afectar al funcionamiento fluido de sus sistemas. En este contexto, y como medida de precaución, el BCE examinó los procedimientos de contingencia desarrollados para la introducción del euro, con el fin de asegurar su viabilidad en caso de que surgiera algún problema durante la transición al año 2000. Asimismo, se prepararon procedimientos de emergencia para que, en caso de necesario, el personal del BCE pudiera realizar las actividades fundamentales fuera de la sede. Afortunadamente, los sistemas del SEBC no manifestaron ningún problema en su paso al año 2000, por lo que no hubo que activar ningún procedimiento de contingencia y emergencia.

### ***Infraestructura de comunicaciones***

A lo largo de 1999, los distintos Comités del SEBC destinaron recursos considerables a los preparativos para el año 2000. Con el fin de garantizar la coherencia general de dichos preparativos dentro del SEBC, el Consejo de Gobierno decidió crear un Comité de coordinación del SEBC para el año 2000, constituido por los coordinadores para el año 2000 de los BCN. El Comité era responsable de la coordinación entre las instituciones del SEBC y entre este y los organismos internacionales directamente involucrados en las cuestiones relacionadas con el año 2000. Sus principales cometidos incluían el análisis de la viabilidad e idoneidad de las medidas de contingencia y de los procedimientos para su aplicación, así como la definición de unos objetivos, cuyo cumplimiento debería controlarse antes, durante y después de la transición al año 2000.

El Comité de coordinación para el año 2000 del SEBC constituyó el núcleo de una infraestructura de comunicaciones eficiente entre el BCE y los BCN, establecida específicamente para supervisar el periodo de transición. Mediante un intercambio periódico de información relativa a los sistemas e infraestructuras internas del SEBC y a los mercados financieros de la zona del euro, el Comité se mantuvo permanentemente al tanto de la situación de los sistemas del SEBC, para poder detectar cualquier posible problema desde su inicio. El BCE y los BCN intercambiaron también información con el Consejo conjunto para el año 2000 del Banco de Pagos Internacionales, con el fin de contribuir a atenuar los riesgos no solo en el

ámbito del Eurosistema, sino también a nivel internacional. El procedimiento arbitrado funcionó de forma muy eficiente.

Para asegurarse de que cualquier problema imprevisto pudiera resolverse de forma efectiva y eficiente, un número considerable de empleados del BCE y de los BCN trabajaron durante el fin de semana de la transición. Los cuidadosos preparativos llevados a cabo en 1999 se vieron recompensados, ya que las actividades efectuadas, tanto durante el fin de semana como al inicio de las operaciones el 3 de enero de 2000, se desarrollaron sin problemas.

#### **4 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de crédito de la Comunidad Europea**

De conformidad con el apartado 2 del artículo 109 I del Tratado y del artículo II del Reglamento (CE) nº 1969/88 del Consejo, de 24 de junio de 1988, el BCE continuó la gestión de las operaciones de endeudamiento y de crédito realizadas por la Comunidad Europea a través del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo.

En 1999, el BCE recibió las cantidades adeudadas en concepto de intereses de los

préstamos vivos concedidos al único país que permanecía como deudor (Italia) y reembolsó las cantidades correspondientes a los países acreedores frente a la Comunidad Europea. El saldo pendiente de las operaciones de préstamo de la Comunidad a Italia, a 31 de diciembre de 1998, ascendía a 2.483 millones de euros, el mismo saldo que a 31 de diciembre de 1999.



# 10



## **Capítulo X**

### **Información al público y rendición de cuentas**



## I La política informativa del BCE y sus instrumentos

### I.1 Objetivos de la política de comunicación

Utilizando un amplio conjunto de instrumentos de comunicación, el BCE trata de mantener informado al público sobre sus objetivos y tareas, así como de explicar las razones de sus acciones. De esta forma, el BCE contribuye al cumplimiento de los objetivos de la política de comunicación del Eurosistema, que son ampliar la comprensión de la política monetaria y, con ello, fomentar la aceptación de las políticas del Eurosistema por parte del público, en la zona del euro y fuera de ella. Otro objetivo de la política de comunicación es lograr que se conozca y entienda mejor el funcionamiento del SEBC.

El BCE está sujeto a los principios de apertura, transparencia y rendición de cuentas. Con este fin, proporciona información detallada sobre su análisis de la evolución de la economía de la zona del euro y de los mercados financieros a diversos destinatarios. La difusión de la información se organiza con vistas a asegurar un trato igual y no discriminatorio de los distintos países y medios de comunicación.

Los BCN del SEBC desempeñan una función importante en el logro de los objetivos de la política de comunicación del SEBC.

Los Estatutos del SEBC proporcionan alguna guía sobre la política de comunicación. De acuerdo con los mismos, el BCE debe elaborar un informe sobre las actividades del SEBC, con periodicidad al menos trimestral. Asimismo, el BCE debe presentar al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión, así como al Consejo Europeo, un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del año anterior y del año en curso. Además, el BCE tiene la obligación de publicar semanalmente el estado financiero consolidado del Eurosistema.

### I.2 Los instrumentos de comunicación

En la práctica, el BCE se ha comprometido a cumplir con creces las exigencias comentadas anteriormente. El presidente y el vicepresidente del BCE explican regularmente las razones que avalan las decisiones del Consejo de Gobierno en una conferencia de prensa que tiene lugar inmediatamente después de la primera reunión de cada mes del Consejo de Gobierno. El comunicado preliminar de esta conferencia de prensa se envía a la prensa y, simultáneamente, se publica en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int.>); también se encuentra en las websites de los BCN del Eurosistema. Esta práctica tiene la ventaja de presentar, nada más terminar cada reunión, la evaluación que el Consejo de Gobierno realiza de la situación económica, indicando las principales razones en que se basan sus decisiones.

El Boletín mensual del BCE, que se publica una semana después de la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes en los once idiomas oficiales de la Comunidad, proporciona más información relativa a la valoración del Consejo de Gobierno sobre la situación económica y sobre las perspectivas de evolución de los precios.

El Boletín mensual del BCE pretende ser un valioso instrumento para los observadores de la política monetaria única de la zona del euro, ya sean analistas financieros, economistas académicos o representantes de los medios de comunicación. La circulación de esta publicación excede los 80.000 ejemplares, sin incluir el número de accesos a la misma a través de las direcciones del BCE o de los distintos BCN en Internet.

Asimismo, el BCE publica una serie de documentos de trabajo, con objeto de difundir los resultados de las investigaciones realizadas en el seno del BCE entre las comunidades académica y financiera en

general. Las materias que se abordan en la serie Working Papers reflejan los temas que se consideran de mayor relevancia para el Eurosistema.

El BCE ha publicado también, en el periodo que abarca el presente Informe, un conjunto de informes sobre temas concretos, dirigidos a un público profesional. La lista completa de documentos publicados por el BCE puede encontrarse en un anexo del presente Informe Anual. El *Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998 – mayo de 1999*, publicado en octubre de 1999, proporciona un conjunto completo y sistemático de todos los instrumentos jurídicos publicados por el BCE.

El BCE ha publicado un folleto, destinado al público, en el que se describen los billetes y monedas en euros. Este folleto está disponible en los once idiomas oficiales de la Comunidad.

Además, los medios de comunicación de masas, como periódicos, revistas, radio y televisión, son importantes intermediarios en el terreno de la comunicación con el público. Los medios de comunicación europeos han demostrado un gran interés en las políticas del Eurosistema y en los resultados de las deliberaciones del Consejo de Gobierno. Los miembros de dicho Consejo se han esforzado por responder a este interés, concediéndoles un gran número de entrevistas. Asimismo, las declaraciones de los miembros del Consejo de Gobierno han dado lugar a numerosos artículos, tanto en la prensa europea como en la internacional.

Junto con un amplio conjunto de publicaciones y comunicados de prensa, la dirección del BCE en Internet pone a disposición del público un gran número de discursos de los miembros del Comité Ejecutivo. En dicha dirección puede

encontrarse también información general y un amplio conjunto de estadísticas sobre la economía de la zona del euro.

Asimismo, la dirección del BCE en Internet proporciona enlaces con las *websites* de todos los bancos centrales nacionales de la UE, en las que gran parte de la información está disponible en los idiomas respectivos. Con la creciente importancia adquirida por Internet como instrumento de comunicación, la importancia de la dirección del BCE en Internet sigue aumentando. El número de “visitas” (acceso a una o más páginas por el mismo ordenador durante una sesión) a la dirección del BCE en Internet, confirma que la demanda de información por esta vía es considerable. En 1999, dicha cifra osciló entre 20.000 y 40.000 por semana, con máximos en las semanas en las que se celebraron conferencias de prensa o en las que se publicaron documentos importantes.

Un rasgo característico de este instrumento de comunicación es el efecto multiplicador que genera la distribución de documentos del BCE a través de otras direcciones de Internet. Este efecto es imposible de cuantificar, pero no debería subestimarse.

Los esfuerzos de descripción y explicación de la política monetaria del Eurosistema no resultarían completos sin los contactos personales entre el equipo del BCE y creadores y difusores de opinión como profesores y estudiantes de Economía, de Administración de Empresas y de Derecho, así como los de otras áreas académicas relevantes. Con este fin, el BCE recibe grupos de visitantes casi todos los días del año. En 1999, el número total de visitantes excedió los 10.000. Dichos visitantes vienen de todo el mundo, aunque, naturalmente, se recibe un mayor número de grupos provenientes de los países de la UE.

## 2 Rendición de cuentas

### 2.1 Independencia del Banco Central y rendición de cuentas en la Unión Económica y Monetaria

La independencia institucional de los bancos centrales permite a los responsables de la política monetaria centrarse en garantizar la estabilidad de precios de forma duradera y creíble, sin tener que verse afectados por consideraciones políticas a corto plazo. Un voluminoso cuerpo de análisis teórico, apoyado por una evidencia empírica considerable, apoya la tesis de que la independencia del banco central conduce a un mejor diseño y puesta en práctica de la política monetaria y, por consiguiente, a unos precios más estables. En consecuencia, se ha concedido la independencia a los bancos centrales en un gran número de países de todo el mundo. Este es el modelo que encuentra su reflejo también en el marco institucional del Eurosistema, tal como se establece en el Tratado. El Tratado estipula que, en el ejercicio de sus competencias y en el cumplimiento de las funciones y deberes que le han sido encomendados, ni el BCE, ni ninguno de los once BCN de la zona del euro, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores pedirán ni aceptarán instrucciones de las instituciones u organismos comunitarios, de gobierno alguno de los Estados miembros, ni de ningún otro organismo. Además, el Tratado exige que las instituciones y organismos comunitarios y los gobiernos de los Estados miembros se comprometan a respetar este principio, absteniéndose de tratar de influir en los órganos rectores del BCE o de los BCN en el ejercicio de sus funciones.

Para mantener la legitimidad democrática, un banco central independiente debe estar sujeto a la rendición de cuentas por su gestión. Para ello, se ha de crear una estructura que permita que el público y los organismos políticos competentes efectúen un seguimiento de esta institución independiente, una evaluación del cumplimiento de las funciones que le han sido confiadas, así

como si su actuación recaerá dentro del ámbito de su responsabilidad. Lo anterior requiere, a su vez, una definición clara y precisa de los correspondientes mandatos. De este modo, las decisiones y actividades de las instituciones pueden evaluarse en relación con un marco normativo específico. Allí donde el mandato incluya más de un objetivo, resulta esencial que se establezcan claramente las prioridades entre dichos objetivos. El cumplimiento o incumplimiento de cada función debe evaluarse en relación con los resultados observables de su política.

El objetivo prioritario del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. Este objetivo es la referencia última respecto de la que debe evaluarse el comportamiento del Eurosistema. El BCE ha hecho pública una definición cuantitativa de la estabilidad de precios que especifica, en términos precisos, el patrón respecto del cual ha de medirse el comportamiento del Eurosistema, facilitando así la rendición de cuentas.

### 2.2 El papel del Parlamento Europeo en la exigencia de rendición de cuentas al BCE

El Tratado proporciona varias vías para la implantación de la rendición de cuentas del BCE. Como se ha mencionado anteriormente, el BCE está sujeto a estrictas exigencias informativas hacia el público en general y, más específicamente, hacia el Parlamento Europeo, el Consejo de la UE, la Comisión Europea y, asimismo, el Consejo Europeo.

En lo que se refiere a la rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento Europeo, el Tratado estipula que el presidente del BCE y otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE pueden, a petición del Parlamento Europeo o por propia iniciativa, ser oídos por los comités competentes del Parlamento Europeo. De acuerdo con el Reglamento de Procedimiento del Parlamento Europeo, el

presidente del BCE será invitado a asistir a las reuniones de los comités competentes al menos cuatro veces al año, para hacer declaraciones y contestar preguntas.

Las comparecencias regulares del presidente ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios puede considerarse ciertamente como una de las piedras angulares de los procesos por los cuales el BCE rinde cuentas de su gestión. En este sentido, el BCE tomó nota de la decisión del Parlamento Europeo de reestructurar sus procedimientos de funcionamiento interno y de crear el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios como un comité de pleno derecho. En las comparecencias ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente del BCE y otros miembros del Comité Ejecutivo tienen la oportunidad de explicar con detalle la evaluación que hace el BCE sobre la evolución económica y monetaria del momento en el contexto de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, que subyace a sus decisiones de política monetaria así como las decisiones adoptadas por el BCE en otras áreas de su competencia.

Las transcripciones de estas sesiones se publican en la dirección en Internet, tanto del Parlamento Europeo como del BCE, poco después de cada sesión, con objeto de poner a disposición del público en general, lo antes posible, el comunicado del presidente y las

discusiones mantenidas durante los turnos de ruegos y preguntas de la comparecencia. En 1999, estas comparecencias trimestrales tuvieron lugar el 18 de enero, el 19 de abril, el 27 de septiembre y el 29 de noviembre.

Asimismo, el Tratado estipula que el presidente del BCE presente un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre su política monetaria ante el Parlamento Europeo, el cual podrá mantener un debate general sobre el mismo. De acuerdo con dicha disposición, el 26 de octubre de 1999 el Presidente asistió a la sesión plenaria del Parlamento Europeo con objeto de presentar el Informe Anual del BCE de 1998.

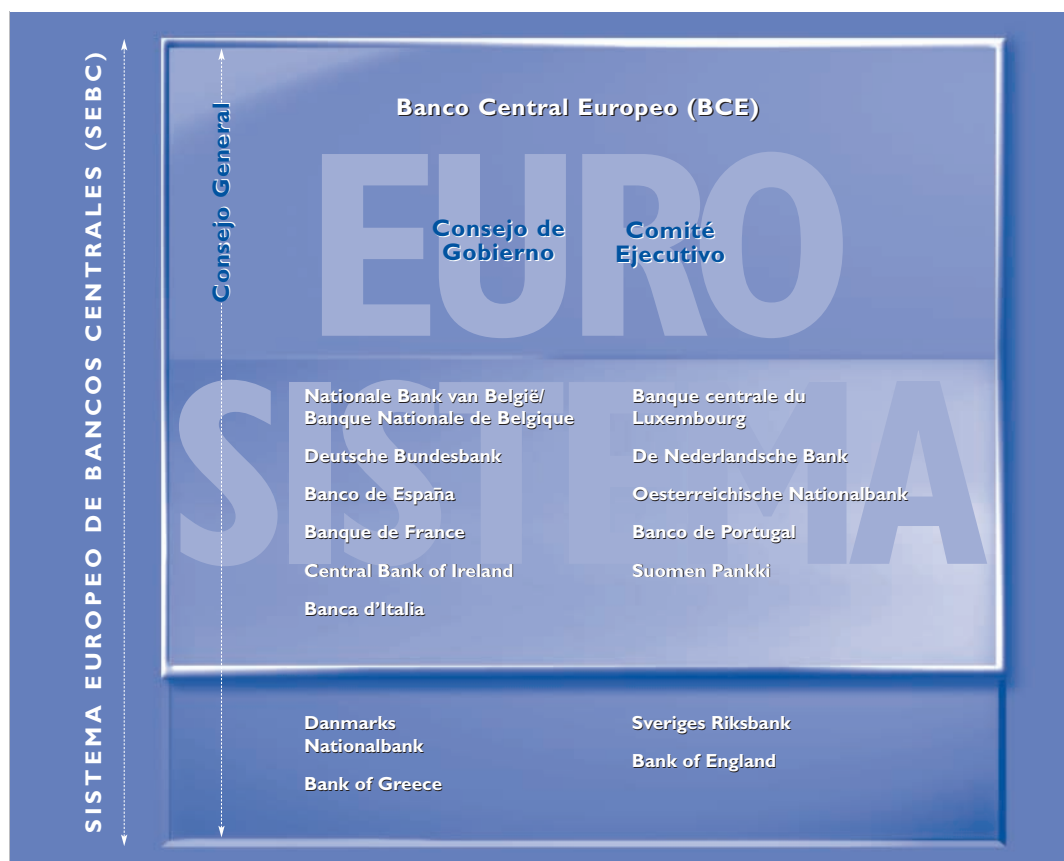
Además, el Parlamento Europeo invitó a miembros del Comité Ejecutivo y del personal del BCE a participar en otras sesiones dedicadas a diversos asuntos específicos, que incluían, entre otros, la representación exterior del Eurosistema, la preparación de los billetes en euros y cuestiones de estadística. Estas sesiones proporcionan un foro suplementario en el que el BCE puede presentar sus puntos de vista y explicar los razonamientos que respaldan sus opiniones. Asimismo, se ha creado una estrecha relación de trabajo entre el BCE y el Parlamento Europeo, relación que incluye, también, visitas ocasionales al BCE por parte de los miembros del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios.



## **Capítulo XI**

# **El marco institucional del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales**

## I El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales



El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los quince Estados miembros, es decir, incluye los cuatro BCN de los Estados miembros que no han adoptado aún el euro. Con objeto de aumentar la transparencia y de entender mejor la estructura de la banca central de la UE, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado el término "Eurosistema". El Eurosistema está formado por el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado esta moneda, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho internacional y constituye el núcleo del Eurosistema. El BCE tiene que garantizar que se cumplan las

funciones encomendadas al Eurosistema, ya sea por medio de sus propias actividades, ya sea por medio de los BCN. Al adoptar sus decisiones sobre la forma en que han de llevarse a cabo las funciones del SEBC, el BCE está sujeto al principio de descentralización, en concordancia con los Estatutos del SEBC.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia de conformidad con la legislación nacional de sus respectivos países. A pesar de tener personalidad jurídica independiente, los BCN de la zona del euro forman parte integrante del Eurosistema y, por ello, ejecutan las funciones a él encomendadas con arreglo a las normas establecidas por el BCE. Entre otras formas, los BCN colaboran en las tareas del SEBC a través de la participación de sus representantes respectivos en los distintos comités establecidos. Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia

responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones

interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

## 2 Los órganos rectores del BCE

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Sin perjuicio de ello, el Consejo General se constituye como un tercer órgano rector del BCE, siempre y cuando existan Estados miembros que no hayan adoptado aún el euro como moneda. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado), por los Estatutos del SEBC y por el Reglamento interno correspondiente<sup>1</sup>. Aunque las decisiones relativas a los objetivos y funciones del Eurosistema/SEBC se adoptan de forma centralizada, las operaciones de la zona del euro se llevan a cabo por los BCN, de modo descentralizado, siempre que se considere adecuado y posible.

### 2.1 El Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno, que es el órgano rector supremo del BCE, está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. De acuerdo con el Tratado, las principales responsabilidades del Consejo de Gobierno son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC y
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las

decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas al Eurosistema, y establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y de otras funciones del Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países respectivos, sino como personas plenamente independientes. Esto queda reflejado en el principio de “una persona, un voto”.

Durante 1999, el Consejo de Gobierno se reunió, normalmente, cada dos semanas en la sede del BCE en Francfort de Meno. Sin embargo, dos de dichas reuniones se celebraron por teleconferencia. Además, el Consejo de Gobierno decidió reunirse, a partir del año 2000, dos veces al año en otro país de la zona del euro. Este año, se celebrará una reunión en el Banco de España, en Madrid, y otra en la *Banque de France*, en París.

---

<sup>1</sup> Los Reglamentos internos se han publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, véase Reglamento interno del Banco Central Europeo, DOCE L 125, 19.5.1999, p.34; Reglamento interno del Consejo de Gobierno del BCE, DOCE L 75, 20.3.1999, p.36 y DOCE L 156, 23.6.1999, p.52; Decisión del Banco Central Europeo de 12 de octubre de 1999 relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE/81117), DOCE L 314, 8.12.1999, p.34. A excepción de esta última Decisión, todos ellos se han reproducido en el primer anuario jurídico del BCE titulado *Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos*, junio de 1998 – mayo de 1999.



## El Consejo de Gobierno



*Segunda línea (de izquierda a derecha): Luis Ángel Rojo, Guy Quaden, Tommaso Padoa-Schioppa, Jean-Claude Trichet, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, Yves Mersch, Maurice O'Connell, Vitor Manuel Ribeiro Constâncio, Nout Wellink, Matti Vanhala, Ernst Welteke, Eugenio Domingo Solans*

*Primera línea (de izquierda a derecha): Otmar Issing, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen*

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Vitor Manuel Ribeiro Constâncio

(desde el 23 de febrero de 2000)

Eugenio Domingo Solans

Antonio Fazio

Sirkka Hämäläinen

Otmar Issing

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell

Tommaso Padoa-Schioppa

Guy Quaden (desde el 1 de marzo de 1999)

Luis Ángel Rojo

António José Fernandes de Sousa

(hasta el 22 de febrero de 2000)

Hans Tietmeyer (hasta el 31 de agosto de 1999)

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Alfons Verzet

(hasta el 28 de febrero de 1999)

Nout Wellink

Ernst Welteke

(a partir del 1 de septiembre de 1999)

*Presidente del BCE*

*Vicepresidente del BCE*

*Gobernador del Banco de Portugal*

*Miembro del Comité Ejecutivo del BCE*

*Gobernador de la Banca d'Italia*

*Miembro del Comité Ejecutivo del BCE*

*Miembro del Comité Ejecutivo del BCE*

*Gobernador del Oesterreichische Nationalbank*

*Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg*

*Gobernador del Central Bank of Ireland*

*Miembro del Comité Ejecutivo del BCE*

*Gobernador del National Bank van*

*België/Banque Nationale de Belgique*

*Gobernador del Banco de España*

*Gobernador del Banco de Portugal*

*Presidente del Deutsche Bundesbank*

*Gobernador de la Banque de France*

*Gobernador del Suomen Pankki*

*Gobernador del Nationale Bank van*

*België/Banque Nationale de Belgique*

*Presidente del De Nederlandsche Bank*

*Presidente del Deutsche Bundesbank*

## 2.2 El Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, nombrados de común acuerdo por los gobiernos de los Estados miembros participantes, representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de

Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias a los BCN del Eurosistema;

- ser responsable de la actividad diaria del BCE; y
- asumir determinados poderes delegados en él por el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Es práctica habitual que el Comité Ejecutivo se reúna al menos una vez por semana, con objeto de decidir, entre otros, el volumen a adjudicar en las operaciones principales de financiación del Eurosistema.



*Segunda línea (de izquierda a derecha): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Sirkka Hämmäläinen, Eugenio Domingo Solans*

*Primera línea (de izquierda a derecha): Christian Noyer, Willem F. Duisenberg*

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer  
Eugenio Domingo Solans  
Sirkka Hämmäläinen  
Otmar Issing  
Tommaso Padoa-Schioppa

Presidente del BCE  
Vicepresidente del BCE  
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE  
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE  
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE  
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### 2.3 El Consejo General

El Consejo General está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los quince BCN, tanto de los Estados miembros participantes como de los no participantes. Se ha hecho cargo de las tareas desempeñadas por el Instituto Monetario Europeo que, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro, debe seguir ejerciendo el BCE en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Por consiguiente, el Consejo General es responsable, fundamentalmente, de informar sobre los progresos realizados hacia la convergencia por los Estados miembros no participantes<sup>1</sup>, así como de

asesorar sobre los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de sus monedas (véase capítulo III). Además, el Consejo General colabora en determinadas actividades del SEBC, tales como el desarrollo de las funciones consultivas del (véase epígrafe I del capítulo IX) y la recopilación de la información estadística (véase capítulo VIII). En 1999, el Consejo General se reunió una vez por trimestre en Francfort.

---

2 Según el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca, ambos anejados al Tratado, el Reino Unido y Dinamarca proporcionarán la mencionada información solo si deciden adoptar el euro.

## El Consejo General



Segunda línea (de izquierda a derecha): Yves Mersch, Urban Bäckström, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Lucas D. Papademos, Klaus Liebscher, Matti Vanhala, Vitor Manuel Ribeiro Constâncio, Luis Ángel Rojo, Ernst Welteke, Edward A. J. George, Guy Quaden

Primera línea (de izquierda a derecha): Antonio Fazio, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen

Willem F. Duisenberg	Presidente del BCE
Christian Noyer	Vicepresidente del BCE
Bodil Nyboe Andersen	Gobernador del Danmarks Nationalbank
Urban Bäckström	Gobernador del Sveriges Riksbank
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio	Gobernador del Banco de Portugal
(desde el 23 de febrero de 2000)	
Antonio Fazio	Gobernador de la Banca d'Italia
Edward A. J. George	Gobernador del Bank of England
Klaus Liebscher	Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Yves Mersch	Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Maurice O'Connell	Gobernador del Central Bank of Ireland
Lucas D. Papademos	Gobernador del Banco de Grecia
Guy Quaden (desde el 1 de marzo de 1999)	Gobernador del National Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Luis Ángel Rojo	Gobernador del Banco de España
António José Fernandes de Sousa	Gobernador del Banco de Portugal
(hasta el 22 de febrero de 2000)	
Hans Tietmeyer (hasta el 31 de agosto de 1999)	Presidente del Deutsche Bundesbank
Jean-Claude Trichet	Gobernador de la Banque de France
Matti Vanhala	Gobernador del Suomen Pankki
Alfons Verzplaetse (hasta el 28 de febrero de 1999)	Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Nout Wellink	Presidente del De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke	Presidente del Deutsche Bundesbank
(a partir del 1 de septiembre de 1999)	

### 3 La organización del BCE

#### 3.1 Gestión institucional

Desde la creación del BCE, tanto los auditores externos, de conformidad con el artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, como, en lo que se refiere a aspectos concretos, el Tribunal de Cuentas Europeo, con arreglo al artículo 27.2 de dichos Estatutos, han supervisado y protegido los intereses financieros de los accionistas del BCE. Además, el BCE dispone de sus propios procedimientos de auditoría y control internos, que siguen la normativa general relativa a las estructuras de control de las entidades financieras y crediticias. La Dirección de Auditoría Interna evalúa de forma continuada las funciones de eficiencia y de control interno del BCE y analiza la fiabilidad e integridad de la información financiera. Además, el Comité de Auditoría Interna (véase epígrafe 4) garantiza la colaboración entre las distintas funciones de auditoría interna en el conjunto de la UE, al definir conjuntamente los programas y las normas de auditoría que han de utilizarse de forma descentralizada al analizar las infraestructuras comunes al conjunto del SEBC. La autoridad presupuestaria del BCE se atribuye al Consejo de Gobierno, quien aprueba el presupuesto de la institución a partir de una propuesta presentada por el Comité Ejecutivo. El Comité de Presupuestos también colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE. Conviene mencionar que, entre el conjunto de controles internos, el BCE dispone también de normas internas para evitar el mal uso de la información confidencial relativa a los mercados financieros, como las “normas sobre información privilegiada” y las “murallas chinas”.

En este sentido, el BCE comparte la preocupación del Parlamento Europeo, del

Consejo de la UE y de la Comisión Europea sobre de la necesidad de combatir el fraude y se ha sumado a la iniciativa de lucha contra el fraude de la Comunidad. El 7 de octubre de 1999, se constituyó un Comité de Lucha contra el Fraude con objeto de hacer cumplir el programa de prevención y detección del fraude del BCE<sup>3</sup>. Dicho Comité de Lucha contra el Fraude está compuesto por tres personas independientes, de reconocido prestigio y experiencia profesional en materia de banca central, justicia y policía y de prevención y detección del fraude. Las personas nombradas por el Consejo de Gobierno son: John L. Murray, juez del Tribunal Supremo de Irlanda, Erik Emst Nordholt, asesor del Ministerio del Interior de los Países Bajos y antiguo jefe de policía de Amsterdam, y Maria Schaumayer, gobernadora del *Oesterreichische Nationalbank* de 1990 a 1995. Los miembros del Comité de Lucha contra el Fraude tomaron posesión de sus cargos con efecto a partir del 1 de enero de 2000<sup>4</sup>. En respuesta a las conclusiones del Consejo Europeo de Colonia, celebrado en junio de 1999, se establecerá una relación de cooperación con la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF<sup>5</sup>). En el seno del BCE, se encomienda a la Dirección de Auditoría Interna la tarea de realizar todas las investigaciones referentes a la prevención y detección del fraude y, por ello, dicha Dirección informará directamente al Comité de Lucha contra el Fraude.

3 Véase la Decisión del Banco Central Europeo de 7 de octubre de 1999 sobre prevención del fraude (BCE/1999/5), DOCE L 291, 13.11.1999, p. 36 y, en relación con ella, la modificación del Reglamento interno del Banco Central Europeo mediante la inclusión del artículo 9 a, DOCE L 314, 8.12.1999, p.32.

4 Véase la Decisión del Banco Central Europeo de 16 de noviembre de 1999 por la que se nombra a los miembros del Comité de Lucha contra el Fraude del Banco Central Europeo (BCE/1999/8, DOCE L 299, 20.11.1999, p. 40.

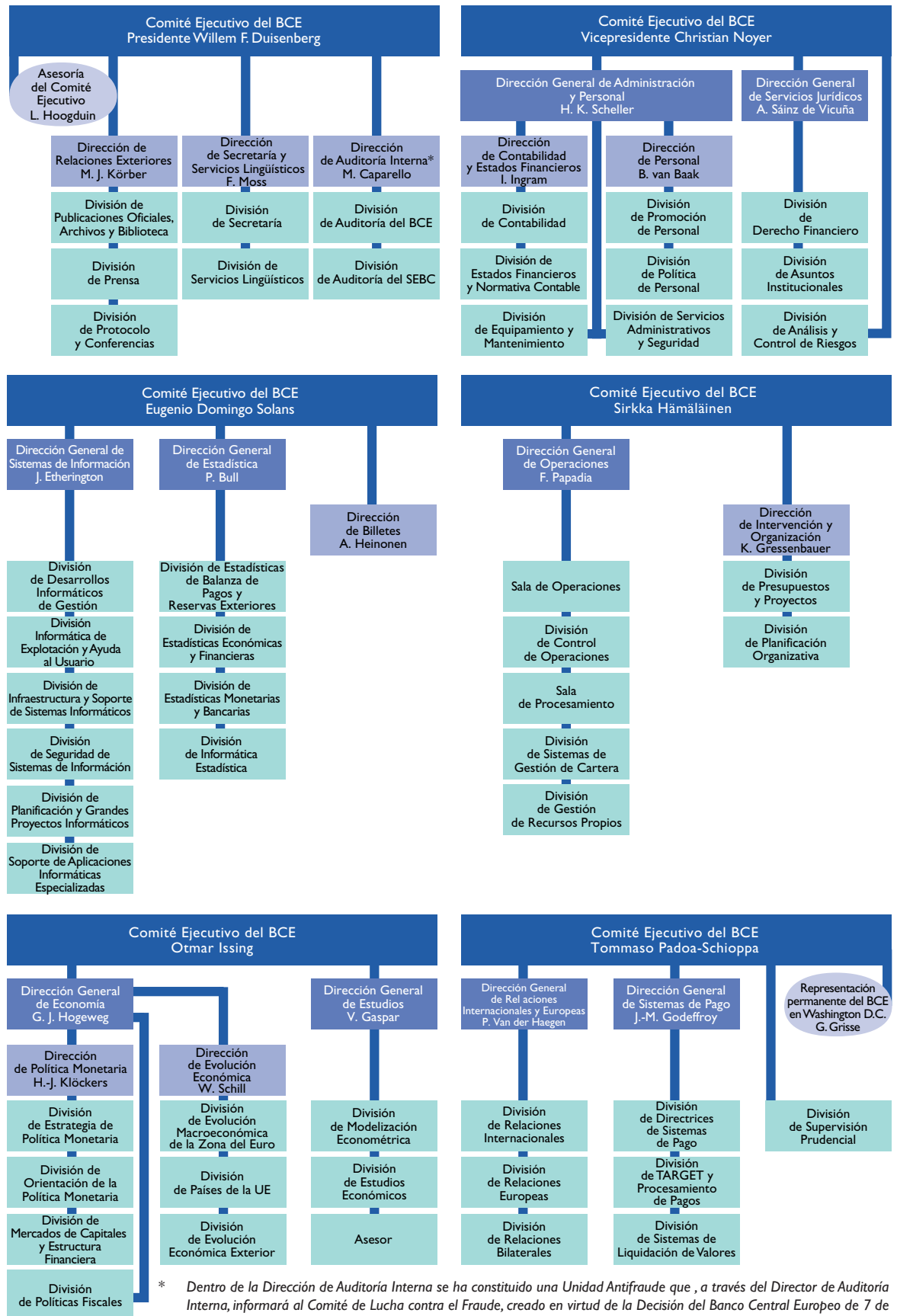
5 “Office européen de lutte antifraude”.

### **3.2 Personal**

A finales de 1999 el número de empleados del BCE provenientes de los quince Estados miembros ascendía a 732, frente a las 534 personas empleadas a finales de 1998. El 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno aprobó el presupuesto del BCE para el año 2000, en el que se prevé que el número de

empleados del BCE se situará ligeramente por encima de las 1.000 personas a finales de dicho año. En consecuencia, el Comité Ejecutivo decidió adoptar un conjunto de ajustes para reforzar la estructura organizativa del BCE, que se reflejan en el nuevo organigrama del BCE, que entró en vigor el 4 de enero de 2000.

### 3.3 Organigrama del BCE



## 4 Comités del SEBC

Los Comités del SEBC han seguido desempeñando un papel destacado en el ejercicio de las funciones del Euro-sistema/SEBC. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento como expertos en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. Los Comités del SEBC están compuestos por representantes de los bancos centrales del Eurosistema y, según sea pertinente, de otros organismos competentes, tales como las autoridades nacionales de supervisión en el caso del Comité de Supervisión Bancaria. Los BCN de los Estados miembros no

participantes han nombrado también un representante para cada uno de los Comités del SEBC, con objeto de que asistan a las reuniones, siempre que se traten cuestiones que entren en el ámbito de competencias del Consejo General. En la actualidad existen trece Comités del SEBC, doce de los cuales se crearon de conformidad el artículo 9 del Reglamento interno del Banco Central Europeo. No obstante, el Comité de Presupuestos, que asiste al Consejo de Gobierno en temas relacionados con el presupuesto del BCE, se estableció con arreglo al artículo 15 del Reglamento interno del Banco Central Europeo.

### Comités del SEBC y sus presidentes

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Hanspeter K. Scheller	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de Supervisión Bancaria (BSC) Edgar Meister	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Billetes (BANCO) Antti Heinen	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicación Externa (ECCO) Manfred J. Körber	Comité de Política Monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité de Tecnología Informática (ITC) Jim Etherington	Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Auditoría Interna (IAC) Michèle Caparello	Comité de Estadísticas (STC) Peter Bull
Comité de Presupuestos (BUKOM) Liam Barron	



# EUROPEAN COUNCIL



## **Capítulo XII**

# **Cuentas Anuales del BCE y Estados Financieros Consolidados del Eurosistema 1999**

## Balance a 31 de diciembre de 1999

Activo	Nota número	1999 €	1998 €
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>6.956.995.273</b>	<b>0</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro</b>	<b>2</b>		
Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores		<b>41.923.041.208</b>	<b>343.047.341</b>
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro</b>	<b>2</b>		
Activos frente a entidades financieras		<b>2.595.090.860</b>	<b>0</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes en el área del euro</b>	<b>3</b>		
Depósitos, valores y préstamos		<b>3.002.567.659</b>	<b>3.739.796.108</b>
<b>5 Valores emitidos en euros por residentes en el área del euro</b>	<b>4</b>	<b>3.537.141.285</b>	<b>0</b>
<b>6 Otros activos</b>			
6.1 Inmovilizado material e inmaterial	<b>5.1</b>	42.589.467	30.112.071
6.2 Otros activos financieros	<b>5.2</b>	641.807.406	25.276.953
6.3 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	<b>5.3</b>	777.032.332	553.582
6.4 Diversos	<b>5.4</b>	6.774.149	3.458.140
		<b>1.468.203.354</b>	<b>59.400.746</b>
<b>7 Pérdida del ejercicio</b>		<b>247.281.223</b>	<b>0</b>
<b>Total activo</b>		<b>59.730.320.862</b>	<b>4.142.244.195</b>

<b>Pasivo</b>	<b>Nota número</b>	<b>1999</b> €	<b>1998</b> €
<b>1 Depósitos en euros de otros residentes en el área del euro</b>	<b>6</b>	<b>1.080.000.000</b>	<b>0</b>
<b>2 Pasivos en euros frente a no residentes en el área del euro</b>	<b>7</b>	<b>301.656.911</b>	<b>0</b>
<b>3 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro</b>	<b>8</b>		
Depósitos y otros pasivos		<b>4.708.950.946</b>	<b>0</b>
<b>4 Cuentas Intra-Eurosistema</b>			
4.1 Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores	<b>9.1</b>	39.468.950.000	0
4.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (netos)	<b>9.2</b>	1.720.937.646	0
		<b>41.189.887.646</b>	<b>0</b>
<b>5 Otros pasivos</b>	<b>10</b>		
5.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance		0	725.321
5.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos		1.237.727.166	4.172.760
5.3 Diversos		302.605.481	78.550.581
		<b>1.540.332.647</b>	<b>83.448.662</b>
<b>6 Provisiones</b>	<b>11</b>	<b>21.862.239</b>	<b>31.006.791</b>
<b>7 Cuentas de revalorización</b>	<b>12</b>	<b>6.860.539.710</b>	<b>697.979</b>
<b>8 Capital y reservas</b>	<b>13</b>		
8.1 Capital		3.999.550.250	3.999.550.250
8.2 Reservas		27.540.513	0
		<b>4.027.090.763</b>	<b>3.999.550.250</b>
<b>9 Beneficio del ejercicio</b>		<b>0</b>	<b>27.540.513</b>
<b>Total pasivo</b>		<b>59.730.320.862</b>	<b>4.142.244.195</b>

## Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 1999

	Nota número	1999 €	1998 (7 meses) €
<i>Ingresos por intereses</i>		4.872.234.880	97.851.703
<i>Gastos por intereses</i>		(4.118.082.387)	(2.683.980)
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>1</b>	<b>754.152.493</b>	<b>95.167.723</b>
Pérdidas/Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	<b>2</b>	(264.942.584)	22.182.536
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	<b>3</b>	(604.920.383)	(22.249.604)
<b>Resultado neto de operaciones financieras y provisiones</b>		<b>(115.710.474)</b>	<b>95.100.655</b>
<i>Ingresos por comisiones</i>		593.902	0
<i>Gastos por comisiones</i>		(361.702)	0
<b>Resultado neto por comisiones</b>	<b>4</b>	<b>232.200</b>	<b>0</b>
Otros ingresos	<b>5</b>	436.898	490.101
Total ingresos netos		(115.041.376)	95.590.756
Gastos de personal	<b>6 y 7</b>	(61.022.091)	(29.744.540)
Gastos de administración	<b>8</b>	(60.748.855)	(30.229.686)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(10.468.901)	(8.076.017)
<b>(Pérdida)/Beneficio del ejercicio</b>		<b>(247.281.223)</b>	<b>27.540.513</b>

Francfort, 29 de febrero de 2000

BANCO CENTRAL EUROPEO

Willem F. Duisenberg  
Presidente

## Normativa contable<sup>1</sup>

### Forma y presentación de los estados financieros

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) han sido diseñados para presentar la imagen fiel de la situación financiera y de los resultados de sus operaciones y han sido elaborados de acuerdo con los siguientes principios contables, que el Consejo de Gobierno de BCE considera apropiados para la función de un banco central. Estos principios son consistentes con lo estipulado en el Artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que exige un tratamiento normalizado de los principios y prácticas contables del Eurosistema.

### Principios básicos

Los principios de contabilidad generalmente aceptados aplicados han sido los siguientes:

- realidad económica y transparencia,
- prudencia,
- registro de acontecimientos posteriores al cierre,
- importancia relativa,
- devengo,
- empresa en funcionamiento, y
- consistencia y comparabilidad.

### Criterios de contabilización

La contabilidad sigue 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 transacciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

### Oro, activos y pasivos en moneda extranjera

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten en euros al tipo de

cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación. La revalorización de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se realiza divisa a divisa, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones a plazo registradas en cuentas de orden.

La revalorización derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la revalorización por tipo de cambio.

En el caso del oro, no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar USA existente a 30 de diciembre de 1999.

### Valores

Los valores negociables y activos similares se valoran al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 1999, se utilizaron los precios medios del 29 de diciembre de 1999. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

### Acuerdos de recompra

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos con garantía de valores. El balance muestra los depósitos y el contravalor de los valores entregados como garantía. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera.

<sup>1</sup> La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 1 de diciembre de 1998 (ECB/1998/NP23), disponible previa petición.

Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en la divisa.

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados.

### **Reconocimiento de ingresos**

Los ingresos y gastos se registran en el período en el cual se producen.

Las ganancias y las pérdidas realizadas se traspasan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se netean contra ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como ingresos o gastos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

### **Posiciones registradas fuera de balance**

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones swap de

divisas y otros instrumentos relativos a operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. Los futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratados de manera similar a los valores. Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance.

### **Acontecimientos posteriores al cierre del balance**

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

### **Saldos intra-Eurosistema**

Los saldos intra-Eurosistema, a excepción del capital del BCE y el pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

### **Tratamiento de los activos fijos materiales e inmateriales**

Los activos fijos materiales e inmateriales se valoran al precio de adquisición menos su amortización. La depreciación se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

- Equipos informáticos, equipos complementarios, aplicaciones informáticas y vehículos a motor: 4 años
- Equipos, mobiliario e instalaciones: 10 años

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan.

### **Plan de pensiones del BCE**

El BCE mantiene un plan de pensiones determinado. Los activos del plan, que únicamente generan beneficios para los miembros del plan y sus beneficiarios, se incluyen entre los "Otros activos" del BCE y se identifican de forma separada. Las pérdidas y ganancias de valor en los activos del fondo de pensiones se reconocen como gastos e ingresos de dicho plan en el año en que se producen. Se garantiza un mínimo de beneficios 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.

### **Otras cuestiones**

Teniendo en cuenta su papel de banco central, el Comité Ejecutivo del BCE considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el Artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de PriceWaterhouseCoopers GmbH como auditor externo del BCE.



## Notas al balance

### 1 Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro del BCE ascienden a 24 millones de onzas de oro fino. Este oro fue transferido al BCE al inicio de 1999 por su valor de mercado en ese momento (246,368 euros por onza de oro fino), como parte de los activos exteriores de reserva transferidos al BCE por los BCN, y representa el 15% del valor inicial de sus activos.

### 2 Activos en moneda extranjera frente a residentes y no residentes en la zona del euro

Esta partida recoge los depósitos en bancos extranjeros, los préstamos denominados en moneda extranjera y las inversiones en valores, en su mayoría en dólares USA y yenes japoneses.

### 3 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro

El principal componente de esta partida son los saldos procedentes de transacciones vía TARGET frente a bancos centrales no participantes en la unión monetaria.

### 4 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro

Recoge los valores negociables emitidos por determinados emisores de la zona del euro de elevada calidad crediticia.

### 5 Otros activos

#### 5.1 Inmovilizado material

Los activos fijos materiales, a 31 de diciembre de 1999, netos de su amortización acumulada que asciende a 29,1 millones de euros (incluyendo la depreciación producida durante la

existencia del IME) incluyen los siguientes elementos principales:

	Valor neto en libros a 31 de diciembre de 1999 €	Valor neto en libros a 31 de diciembre de 1998 €
Equipos informáticos	15.865.660	12.510.812
Equipos, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	5.955.720	3.329.884
Inmovilizado en curso	12.989.835	11.864.257
Otros activos fijos	7.778.252	2.407.118
Total	42.589.467	30.112.071

#### 5.2 Otros activos financieros

Los elementos principales de esta rúbrica del balance son:

- La contrapartida de las operaciones temporales realizadas en relación con la inversión por el BCE de sus propios fondos. A 31 de diciembre de 1999, las adquisiciones temporales vivas suponían 565,7 millones de euros.
- Las carteras de inversión relativas al fondo de pensiones del BCE, que ascienden a 32,2 millones de euros. Estos activos representan las inversiones de las contribuciones acumuladas del BCE y del personal a 31 de diciembre de 1999, y están administradas por un gestor de fondos externo. Las contribuciones regulares del BCE y de los miembros del plan se realizan de forma mensual. Los activos del plan no son fungibles con otros activos financieros del BCE, y la renta de los mismos no constituye beneficios del BCE, sino que se reinvierte en el fondo, pendiente del pago de beneficios. El valor de los activos mantenidos por el plan se basa en la valoración dada por el gestor externo de los fondos, utilizando para ello los precios vigentes a fin de año.

c) Tras una invitación del Consejo de Directores del Banco Internacional de Pagos para que el BCE se convirtiera en miembro del mismo, el 9 de diciembre de 1999, el BCE adquirió 3.000 acciones de dicho Banco por un precio de 38,5 millones.

### 5.3 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

El componente principal de esta partida son los intereses devengados por los valores y otros activos.

### 5.4 Diversos

Su saldo recoge principalmente un derecho frente al Ministerio de Finanzas alemán, en relación al valor añadido recuperable y a otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables bajo los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

## 6 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro

Se recogen aquí los depósitos que utilizan los miembros de la Asociación Europea del Euro (EBA), como garantía de los pagos que liquidan a través del sistema TARGET.

## 7 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro

El principal componente de esta rúbrica son los saldos mantenidos para transacciones realizadas a través de TARGET con uno de los bancos centrales no miembros del Eurosistema.

## 8 Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro

Esta rúbrica incluye las deudas derivadas de acuerdos repo relacionadas con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

## 9 Cuentas intra-Eurosistema

### 9.1 Pasivos contrapartida de la transferencia de reservas exteriores

Al comienzo de la tercera fase de la UEM, los BCN de los países participantes transfirieron activos exteriores de reserva al BCE, en cumplimiento del artículo 30 de los Estatutos del SEBC y de una Decisión del Consejo de Gobierno del BCE que desarrollaba dicho artículo. Entre el 4 y el 7 de enero de 1999, se transfirieron 39,5 m.m. de euros en forma de oro, efectivo y valores. El componente monetario, equivalente al 85% del valor total de la transferencia, estaba formado por un 90% de dólares USA y un 10% de yenes japoneses.

	Participación en el capital	
	(%)	€
<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>	2,8658	1.432.900.000
<i>Deutsche Bundesbank</i>	24,4935	12.246.750.000
<i>Banco de España</i>	8,8935	4.446.750.000
<i>Banque de France</i>	16,8337	8.416.850.000
<i>Central Bank of Ireland</i>	0,8496	424.800.000
<i>Banca d'Italia</i>	14,8950	7.447.500.000
<i>Banque Centrale du Luxembourg</i>	0,1492	74.600.000
<i>De Nederlandsche Bank</i>	4,2780	2.139.000.000
<i>Oesterreichische Nationalbank</i>	2,3594	1.179.700.000
<i>Banco de Portugal</i>	1,9232	961.600.000
<i>Suomen Pankki</i>	1,3970	698.500.000
<b>Total</b>	<b>78,9379</b>	<b>39.468.950.000</b>

Los derechos resultantes de los BCN se encuentran denominados en euros y se remuneran al tipo de interés de las operacio-

nes principales de financiación del Eurosistema, tras el ajuste correspondiente de una remuneración nula del oro (ver “Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias”, nota 1). Durante los tres primeros años de la tercera fase de la UEM, y tras una decisión del Consejo de Gobierno, estos derechos están sujetos a renuncia en el caso de que el BCE tenga beneficios y reservas insuficientes para cubrir las pérdidas no realizadas producidas por variación de los tipos de cambio de los activos exteriores de reserva mantenidos. La mencionada renuncia no podrá reducir el valor de los pasivos de contrapartida del BCE por debajo del 80% de su valor inicial.

## 9.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (netos)

Esta partida incluye principalmente los saldos TARGET de los BCN participantes en el Eurosistema frente al BCE, con la siguiente composición:

	€
Debido por bancos centrales participantes en relación con TARGET	7,697,803,922
Debido a bancos centrales participantes en relación con TARGET	(9,418,628,635)
Posición neta	(1,720,824,713)

## 10 Otros pasivos

El elemento principal de la sub-rúbrica “Otros pasivos” son las operaciones de recompra realizadas en conexión con la inversión de los fondos del propio BCE. Los pasivos del BCE relativos al fondo de pensiones (32,2 millones de euros) también se incluyen en este apartado.

## 11 Provisiones

Esta partida está constituida fundamentalmente por provisiones administrativas relativas al gasto en bienes y servicios.

## 12 Cuentas de revalorización

Esta partida incluye las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos, debido principalmente a incrementos en los tipos de cambio frente al euro durante el año 1999

	1999 €	1998 €
Oro	1.036.876.277	0
Divisas	5.821.397.453	697.979
Valores	2.265.980	0
Total	6.860.539.710	697.979

## 13 Capital y reservas

La parte desembolsada de la suscripción por los BCN de la zona del euro, de los 5 m.m. de euros de capital del BCE, asciende a un total de 3.946.895.000 euros, distribuida como sigue:

	Participación en el capital (%)	
		€
<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>	2,8658	143.290.000
<i>Deutsche Bundesbank</i>	24,4935	1.224.675.000
<i>Banco de España</i>	8,8935	444.675.000
<i>Banque de France</i>	16,8337	841.685.000
<i>Central Bank of Ireland</i>	0,8496	42.480.000
<i>Banca d'Italia</i>	14,8950	744.750.000
<i>Banque Centrale du Luxembourg</i>	0,1492	7.460.000
<i>De Nederlandsche Bank</i>	4,2780	213.900.000
<i>Oesterreichische Nationalbank</i>	2,3594	117.970.000
<i>Banco de Portugal</i>	1,9232	96.160.000
<i>Suomen Pankki</i>	1,3970	69.850.000
Total	78,9379	3.946.895.000

Las contribuciones de los BCN no participantes, que suponen el 5% de la cantidad que habrían tenido que aportar si estos países hubiesen participado en la unión monetaria, ascendieron a un total de 52.655.250 euros, cuyo detalle se muestra a continuación:

	Participación en el capital (%)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Bank of Greece	2,0564	5.141.000
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Total	21,0621	52.655.250

Estas cantidades representan las contribuciones necesarias para cubrir los gastos operativos incurridos por el BCE en relación con las tareas realizadas para los BCN no participantes. Dichos BCN no tienen que desembolsar ninguna suscripción de capital más allá de estas cantidades, en tanto no participen en el Eurosistema, y no tienen derecho a participar en los beneficios distribuidos del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Las reservas del BCE son las siguientes:

	1999 €
Fondo de reserva general	5.508.000
Otras reservas	0
Beneficios pendientes de distribución	22.032.513
Total	27.540.513

#### 14 Posiciones registradas fuera del balance

No existían derechos u obligaciones significativas derivadas de contratos no vencidos u otras posiciones abiertas. Tampoco había pasivos contingentes significativos a 31 de diciembre de 1999.

## Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias

### 1 Ingresos netos por intereses

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, relativos a los activos y pasivos denominados tanto en moneda extranjera como en euros. La mayor parte de los ingresos por intereses y de los gastos proceden de los saldos resultantes de las transacciones realizadas vía TARGET. Los ingresos netos por intereses en activos en moneda extranjera ascendieron a 1,5 miles de millones de euros. Por otra parte, se pagaron 913 millones de euros a los BCN en relación con los activos en moneda extranjera transferidos al BCE a principios de 1999.

Composición de los ingresos por intereses:

	Moneda extranjera (%)		Euros (%)	
	1999 (7 meses)	1998 (7 meses)	1999 (7 meses)	1998 (7 meses)
Valores	84.5	0.0	5.1	0.0
Otros activos	15.5	100.0	94.9	0.0
Total	100.0	100.0	100.0	0.0

Composición de los gastos por intereses:

	Moneda extranjera (%)		Euros (%)	
	1999 (7 meses)	1998 (7 meses)	1999 (7 meses)	1998 (7 meses)
Valores	99.6	0.0	0.9	0.0
Otros pasivos	0.4	0.0	99.1	100.0
Total	100.0	0.0	100.0	100.0

### 2 Pérdidas/Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras

Recoge la pérdida neta realizada procedente de la gestión normal de la cartera de valores, debido a caídas significativas en el precio de los valores mantenidos a lo largo de 1999.

### 3 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Los descensos en los precios han provocado una disminución del valor de los activos, que ha pasado a constituir el nuevo coste de adquisición por el que se reflejan en el balance, es decir, sus precios de mercado a 31 de diciembre de 1999 (véase "Normativa contable: reconocimiento de ingresos").

### 4 Resultado neto por comisiones

La subcuenta "Ingresos por honorarios y comisiones" recoge los correspondientes a las sanciones impuestas a instituciones de crédito por el incumplimiento del requerimiento de reservas mínimas.

### 5 Otros ingresos

Corresponde a ingresos varios obtenidos en el ejercicio, que proceden principalmente de la transferencia a la cuenta de pérdidas y ganancias de provisiones administrativas no utilizadas.

### 6 Gastos de personal

Esta partida incluye salarios y otros gastos sociales (52,3 millones de euros), así como las aportaciones al fondo de pensiones y las cuotas de seguros de vida y accidentes. Los emolumentos del Comité Ejecutivo del BCE ascendieron a un total de 1,8 millones de euros. Durante el año no se pagó pensión alguna a los antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios. La estructura de los salarios y otros gastos sociales, incluyendo los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado y es comparable con el esquema retributivo de las Comunidades Europeas.

El último día laborable del año 1999, el BCE tenía 732 empleados, de los cuales 55 ocupa-

ban puestos directivos. El número medio de empleados del BCE durante el año 1999 fue de 648, en comparación con los 478 de 1998. Durante el año se contrataron 242 empleados y 44 abandonaron el BCE.

## **7 Plan de pensiones del BCE**

De acuerdo con la normativa del plan, es preciso realizar una valoración actuarial completa con carácter trienal. No obstante, siempre que el número de empleados aumente significativamente durante el año, puede realizarse una valoración actuarial completa anualmente. La última valoración actuarial se realizó el 31 de diciembre de 1998 utilizando el método Projected Unit Credit, sujeto a una obligación mínima igual a la suma global del efectivo que habría que pagar a los miembros cuando finalicen sus servicios. La valoración mostró que el valor actual de los activos del fondo representaba el 110% de los beneficios devengados por los miembros a la fecha del balance, después de tener en cuenta los aumentos futuros en los salarios y en las obligaciones por pensiones.

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 fue de 8,1 millones de euros, cantidad que incluye una provisión para pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo por 1,8 millones de euros. El BCE estará obligado a contribuir al plan de pensiones con un 16,5% de los salarios de los empleados.

## **8 Gastos de administración**

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento de edificios, mantenimiento de instalaciones, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

Presidente y Consejo de Gobierno  
del Banco Central Europeo

Francfort

Hemos auditado los estados financieros del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 1999, que se acompañan. La dirección del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas. Nuestra responsabilidad es emitir una opinión independiente sobre las mismas, basada en nuestra auditoría, y comunicársela a ustedes.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con las normas internacionales de auditoría. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relevantes en relación con el volumen de las cuentas y su transparencia. También incluye una opinión sobre las estimaciones significativas y los criterios utilizados en la preparación de las cuentas, así como de la correspondencia de las normas contables con las circunstancias del Banco Central Europeo y de la existencia de una publicidad adecuada de dichas normas.

En nuestra opinión, los estados financieros, que han sido preparados de acuerdo con las normas contables establecidas en la sección I de las notas a las cuentas del Banco Central Europeo, ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 1999 y del resultado de sus operaciones durante el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 1999.

Francfort, 1 de marzo de 2000

*PricewaterhouseCooper*

Gesellschaft mit beschränkter Haftung  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[Firmado]  
(Wagener)  
Wirtschaftsprüfer

[Firmado]  
(Kern)  
Wirtschaftsprüfer

## Nota sobre la cobertura de pérdidas del BCE

Nota: este apartado no forma parte de los estados financieros del BCE y sólo se publica en el Informe Anual con fines informativos.

De acuerdo con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC, las pérdidas en que incurra el BCE deberán ser cubiertas de la siguiente manera:

- (a) Las pérdidas pueden ser compensadas con cargo al fondo general de reserva del BCE;
- (b) Previa decisión del Consejo de Gobierno del BCE, si el recurso a dicho fondo de reserva no fuese suficiente, las pérdidas remanentes deberán ser compensadas con la renta monetaria del ejercicio económico correspondiente en proporción a, y hasta los importes asignados a los BCN con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5;<sup>1</sup>
- (c) En el caso de que dichas pérdidas no puedan ser compensadas de conformidad con el artículo 33.2, el Consejo de Gobierno ha acordado que cualquier pérdida remanente sea cubierta como sigue:
  - (i) en primer lugar, mediante la renuncia a una parte del valor inicial de los pasivos del BCE, equivalentes a la transferencia de las reservas exteriores recibidas de los BCN. El importe máximo de dicha renuncia no puede exceder de:

- el importe que redujese dicho pasivo del BCE por debajo del 80% de su valor inicial;

- (ii) La pérdida remanente puede ser cubierta mediante un cargo directo, aportado en función de la clave de participación en el capital del BCE, con fondos provenientes de los billetes en circulación de los BCN participantes, sujeto a la limitación de que dicha aportación no puede ser superior, para cualquier BCN, a los ingresos procedentes de los billetes en circulación.

En su reunión de 16 de marzo de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cubrir las pérdidas del BCE correspondientes al año 1999 de la siguiente manera:

	1999 €	1998 €
(Pérdida)/Beneficio del ejercicio	(247.281.223)	27.540.513
Disminución/Incremento del fondo general de reserva	27.540.513	(5.508.000)
Aplicación de la renta monetaria aportada	35.160.676	0
Remanente		(22.032.513)
Aportación directa de los BCN	184.580.034	0

- el importe de las pérdidas no realizadas procedentes de las posiciones en moneda extranjera y oro;

<sup>1</sup> De acuerdo con el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC, la renta monetaria se asignará a los BCN en proporción a su participación en el capital suscrito y desembolsado del BCE. El Consejo de Gobierno del BCE decidió, para los años contables 1999 a 2001, calcular la renta monetaria aplicando un tipo de referencia a un conjunto de pasivos, compuesto por todos los depósitos de las entidades de crédito, cuentas corrientes, facilidades de depósito, depósitos a plazo fijo, depósitos relacionados con la variación de los márgenes de garantía y acuerdos de recompra con propósito de drenar de liquidez y pasivos de los BCN participantes derivados de la emisión de certificados de depósito por parte del BCE. El tipo de referencia utilizado es el correspondiente a las operaciones principales de financiación y se aplica diariamente a la base de pasivos de cada BCN para calcular la renta monetaria a aportar. Los intereses pagados por un BCN sobre los pasivos incluidos en su base monetaria se deducen de la renta monetaria a aportar.



## Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 1999

Activo	Balance as et 31/12/99	Balance 1/1/99
1. Oro y derechos en oro	<b>116.610</b>	<b>99.565</b>
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		
2.1 Frente al F.M.I.	71.744	29.511
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	182.803	201.494
	<b>254.547</b>	<b>231.005</b>
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	<b>14.412</b>	<b>6.283</b>
4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		
4.1 Depósitos, valores y préstamos	6.050	8.941
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
	<b>6.050</b>	<b>8.941</b>
5. Préstamos en euros a instituciones financieras monetarias de la zona del euro		
5.1 Operaciones principales de financiación	161.988	143.696
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo	74.996	24.698
5.3 Operaciones de ajuste	0	6.680
5.4 Operaciones estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	11.429	6.372
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	404	26
5.7 Otros derechos	1.276	3.641
	<b>250.093</b>	<b>185.113</b>
6. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	<b>23.513</b>	<b>21.673</b>
7. Créditos en euros a las Administraciones Públicas	<b>59.180</b>	<b>60.126</b>
8. Otros activos	<b>81.899</b>	<b>80.731</b>
<b>Total activo</b>	<b>806.304</b>	<b>693.437</b>

<b>Pasivo</b>	<b>Balance as et 31/12/99</b>	<b>Balance 1/1/99</b>
1 Billetes en circulación	374.976	342.194
2 Depósitos en euros de instituciones financieras monetarias de la zona del euro		
2.1 Cuentas corrientes (incluyendo el sistema de reservas mínimas)	114.826	84.428
2.2 Facilidad de depósito	2.618	973
2.3 Depósitos a plazo	0	1.886
2.4 Operaciones de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	12
	<b>117.454</b>	<b>87.299</b>
3 Certificados de deuda emitidos	7.876	13.835
4 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		
4.1 Administraciones Públicas	57.536	55.279
4.2 Otros pasivos	3.061	3.075
	<b>60.600</b>	<b>58.354</b>
5 Pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro	<b>9.048</b>	<b>9.972</b>
6 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	<b>927</b>	<b>595</b>
7 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		
7.1 Depósitos y otros pasivos	11.896	3.314
7.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
	<b>11.896</b>	<b>3.314</b>
8 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	<b>6.529</b>	<b>5.765</b>
9 Otros pasivos	<b>54.493</b>	<b>58.070</b>
10 Cuentas de revalorización	<b>106.629</b>	<b>60.083</b>
11 Capital y reservas	<b>55.876</b>	<b>53.956</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>806.304</b>	<b>693.437</b>



## Anejos

## Glosario\*

**Acceso remoto (a un SITF):** mecanismo utilizado por una **entidad de crédito** radicada en un país (“país de origen”) para participar directamente en un **sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF)** situado en otro país (“país de acogida”) y, a tal efecto, disponer de una cuenta de liquidación a su nombre en el banco central del país de acogida sin tener que abrir una sucursal en dicho país.

**Activos de garantía:** activos pignorados como garantía de devolución de los préstamos para obtener liquidez a corto plazo que las **entidades de crédito** reciben de los bancos centrales, así como los activos vendidos a los bancos centrales por las entidades de crédito como parte de las **operaciones dobles**.

**Acuerdo de corresponsalía:** acuerdo por el cual un banco proporciona servicios de pagos y de otro tipo a otro banco. Los pagos efectuados a través de bancos corresponsales se suelen llevar a cabo mediante cuentas recíprocas (llamadas, también cuentas nostro y loro), a las que se pueden adscribir líneas de crédito permanentes. Los servicios de corresponsalía se ofrecen, fundamentalmente, de forma transfronteriza, aunque, en algunos contextos nacionales, también se les conoce como relaciones de agencia. Una cuenta loro es el término empleado por un banco corresponsal para describir una cuenta abierta a nombre de un banco extranjero; por su parte, dicho banco la considera una cuenta nostro.

**Administraciones Públicas:** agrupa a la Administración Central, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social, tal como se definen en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

**Agente liquidador:** institución que gestiona el proceso de liquidación (por ejemplo, la determinación de las posiciones, la supervisión del intercambio de pagos, etc.) en los sistemas de transferencia de fondos o en cualesquiera otros sistemas que requieran liquidación.

**Agregados monetarios:** un agregado monetario puede definirse como la suma del efectivo en circulación y del saldo vivo de determinados pasivos de las entidades financieras con un alto grado de liquidez. El **Eurosistema** ha definido el agregado monetario estrecho M1 como el efectivo en circulación y los depósitos a la vista de los residentes en la zona del euro (excluida la Administración Central) en entidades emisoras de la zona del euro. El agregado monetario M2 comprende M1, los depósitos a plazo de hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. El agregado monetario amplio M3 incluye M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores distintos de acciones de hasta dos años. El **Consejo de Gobierno** ha anunciado un valor de referencia para el crecimiento de M3 (véase, también, **Valor de referencia para el crecimiento monetario**).

**Ajuste entre déficit y deuda:** es la diferencia entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública, que puede deberse, entre otros motivos, a cambios en el volumen de los activos financieros en manos de las Administraciones Públicas, a variaciones de la deuda pública en la cartera de otros subsectores de las Administraciones Públicas o a ajustes estadísticos.

**Asociación Bancaria del Euro (EBA):** organización interbancaria que pretende ser un “Ajuste entre déficit y deuda” foro para el estudio y el debate de asuntos que interesen a sus

---

\* La numeración de los artículos y de los Protocolos sigue la establecido por el Tratado firmado en Amsterdam.

miembros y, en concreto, de los relacionados con el uso del euro y con la liquidación de las operaciones en euros. Dentro de la EBA, se ha creado una Sociedad de compensación (*EBA Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable*) con el fin de gestionar, a partir del 1 de enero de 1999, la Cámara de compensación del euro (Euro I), sucesora de la Cámara de compensación y liquidación del ECU.

**BCE (Banco Central Europeo):** el BCE es el núcleo del SEBC y del Eurosistema y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al **Eurosistema** y al **SEBC**, ya sea por medio de sus propias actividades, de conformidad con los Estatutos, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales.

**Balance consolidado de las IFM:** el balance consolidado del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** se obtiene contabilizando en cifras netas las posiciones de las distintas IFM que figuran en su balance agregado (v.g. los préstamos entre las IFM y los depósitos de los fondos del mercado monetario en las IFM). Suministra información sobre los activos y pasivos del sector IFM frente a los residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (Administraciones Públicas y otros residentes en la zona del euro) y frente a los no residentes en la **zona del euro**. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los agregados monetarios. Proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Base de reservas:** suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

**Central Depositaria de Valores (CDV):** institución que mantiene valores y que permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. La CDV puede inmovilizar los títulos; los valores también pueden estar ya desmaterializados (es decir, que solo existen como registros electrónicos). Además de custodiar y registrar los valores, una central depositaria de valores puede realizar funciones de compensación y liquidación.

**Cesión temporal:** acuerdo por el cual, cuando se vende un activo, el vendedor obtiene simultáneamente el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio especificado en una fecha futura o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que el vendedor no conserva la propiedad de los valores. El **Eurosistema** utiliza estas cesiones a plazo fijo en sus **operaciones temporales**. Las cesiones temporales se incluyen en M3 en los casos en los que el vendedor es una IFM y la contraparte es un residente en la zona del euro, no incluido en IFM. De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16)<sup>1</sup>, las cesiones temporales se clasifican como pasivos en forma de depósito, ya que no son negociables. Sin embargo, no están incluidas en M2, porque dichas cesiones tienen un mayor grado de sustuibilidad con respecto a los valores a corto plazo, que en relación a los depósitos a plazo o a los depósitos disponibles con preaviso.

**Coefficiente de reservas:** porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Los coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

**Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas):** institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa

<sup>1</sup> DOCE L 356 30.12.1998, p. 7.

en cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión recomienda unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo. La Comisión consta de 20 miembros, incluyendo dos representantes nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y el Reino Unido y un representante de cada uno de los restantes Estados miembros. **Eurostat** es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias.

**Comité Económico y Financiero:** órgano consultivo de la Comunidad establecido al comienzo de la tercera fase, tras la disolución del Comité Monetario. Los Estados miembros, la **Comisión Europea** y el **BCE** nombran cada uno no más de dos representantes. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero, en la que se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad.

**Comité Ejecutivo:** uno de los órganos rectores del **BCE**, compuesto por el Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

**Consejo Europeo:** proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros y el Presidente de la **Comisión Europea** (véase, también, **Consejo de la UE**).

**Consejo General:** uno de los órganos rectores del **BCE**, compuesto por el Presidente y el Vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los quince bancos centrales nacionales de la UE.

**Consejo de Gobierno:** uno de los órganos rectores del **BCE**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

**Consejo de la UE:** institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los gobiernos de los Estados miembros, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina *Consejo de Ministros*). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de *Consejo ECOFIN*. Además, el Consejo puede estar formado por los Jefes de Estado o de Gobierno. Véase, también, **Consejo Europeo**.

**Crédito a residentes en la zona del euro:** medida amplia de la financiación facilitada por el sector IFM a los residentes en la zona del euro no incluidos en IFM (comprendidas las Administraciones Públicas y el sector privado). En su definición se incluyen (i) préstamos y (ii) tenencias de valores. Entre estas últimas figuran acciones, participaciones y valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro no incluidos en IFM. Dado que los valores pueden considerarse una fuente de financiación alternativa con respecto a los préstamos y dado que algunos préstamos pueden titulizarse, esta definición proporciona una información más precisa sobre el volumen total de financiación proporcionado por el sector IFM a la economía que una definición más limitada que solo incluyera los préstamos.

**Depósitos disponibles con preaviso:** esta categoría comprende los depósitos de ahorro, en los que el tenedor, previo aviso, tiene que esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetas a una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso inferior a tres meses están incluidos en M2 (y, por lo tanto, en M3), mientras que los disponibles con preaviso superior a tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector IFM.

**Depósitos a plazo:** esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden no ser convertibles antes de su vencimiento o ser convertibles sujetos a una penalización. También comprende algunos activos financieros no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no negociables. Los depósitos a plazo de hasta dos años están incluidos en M2 (y, por lo tanto, en M3), mientras que los depósitos a plazo a más de dos años lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector IFM.

**Depósitos a la vista:** esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión.

**Dinero electrónico:** procedimiento técnico que sirve como depósito electrónico del valor monetario y que puede utilizarse de forma generalizada para realizar pagos a entidades distintas de la institución emisora, como un instrumento al portador prepagado, sin necesidad de hacer uso de cuentas bancarias en la transacción (véase, también, **Tarjeta multiuso prepagada**).

**Distribución anticipada:** distribución de billetes y monedas en euros a determinados grupos (v.g. bancos, minoristas, empresas de transporte de billetes, sector de máquinas expendedoras, público) antes del año 2002.

**ECOFIN:** véase **Consejo de la UE**.

**ECU (unidad de cuenta europea):** el ECU era una cesta compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los Estados miembros. El valor del ECU se calculaba como una media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. A partir del 1 de enero de 1999, el euro sustituyó al ECU a la par.

**Efectivo en circulación:** se refiere tanto los billetes como las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. Comprende los billetes emitidos por el **Euro-sistema** y por otras **IFM** (en Irlanda y Luxemburgo), así como las monedas emitidas por el Eurosistema y por la Administración Central. El efectivo en circulación incluido en M3 es un concepto neto, es decir, se refiere solo a los billetes y monedas en circulación en la **zona del euro** (como figura en el balance consolidado de las IFM, lo que implica que se ha restado el efectivo emitido y tenido por las IFM – “reservas en efectivo”–). El efectivo en circulación no incluye el saldo de los propios billetes de los bancos centrales (puesto que no se han emitido), ni las monedas conmemorativas que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

**Enlaces entre sistemas de liquidación de valores:** procedimientos y mecanismos entre dos **sistemas de liquidación de valores** para la transferencia transfronteriza de valores mediante anotaciones en cuenta.



**Entidad de contrapartida:** la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con el banco central).

**Entidad de crédito:** institución que se encuentra al amparo de la definición contenida en el artículo 1 de la Primera Directiva de Coordinación Bancaria (77/780/CEE), es decir, “una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia”.

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día. Se calcula como una media ponderada de los tipos de interés de los depósitos, no garantizados, a un día denominados en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el Consejo de Gobierno ha publicado una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. Debido a la necesidad de que la política monetaria tenga una orientación prospectiva a medio plazo, se ha de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, de conformidad con dicha definición. Esta definición establece un límite máximo para la tasa de inflación registrada, y, al mismo tiempo, el empleo de la palabra “incremento” indica que una deflación, es decir, descensos prolongados en el nivel del IAPC, no se consideraría compatible con la estabilidad de precios.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que un banco está dispuesto a prestar fondos en euros a otro banco. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento a una semana, y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de los principales bancos.

**Euro:** nombre de la moneda europea adoptado por el **Consejo Europeo**, en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995, y utilizado en lugar del término genérico **ECU (Unidad de Cuenta Europea)** con el que figura en el **Tratado**.

**Eurosistema:** comprende el **BCE** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro** en la tercera fase de la **UEM** (véase, también, **zona del euro**). En la actualidad, hay once bancos nacionales en el Eurosistema, que está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE.

**Eurostat:** véase **Comisión Europea**

**Exigencia de reservas:** obligación de que las entidades mantengan unas reservas mínimas en el banco central. En el marco de reservas mínimas del **Eurosistema**, la exigencia de reservas de una **entidad de crédito** se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas**, por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, las entidades pueden deducir una **franquicia** de las reservas exigidas.

**Facilidad de depósito:** una de las **facilidades permanentes** 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.

**Facilidad marginal de crédito:** una de las **facilidades permanentes** 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.

**Facilidad permanente:** instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

**Franquicia:** cantidad fija que una entidad puede deducir del cálculo de sus **exigencias de reservas** dentro del marco de reservas mínimas del **Eurosistema**.

**Grandes pagos:** pagos, por lo general de cuantía muy elevada, que se realizan, principalmente, entre bancos o entre participantes en los mercados financieros y que suelen requerir una liquidación inmediata.

**IME (Instituto Monetario Europeo):** el IME era una institución de carácter temporal creada al inicio de la segunda fase de la **UEM** (1 de enero de 1994). Sus dos funciones principales consistían en: (1) reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y (2) realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras la creación del BCE.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** el IAPC es una medida utilizada por el **Consejo de Gobierno** del BCE para evaluar la estabilidad de precios. Con el fin de cumplir las exigencias del Tratado de que se construyera un índice de precios de consumo comparable, que tuviera en cuenta las diferencias entre las distintas definiciones nacionales, la Comisión Europea (Eurostat), en estrecha colaboración con los institutos estadísticos nacionales, con el Instituto Monetario Europeo y, posteriormente, con el BCE, desarrolló el IAPC.

**Instituciones Financieras Monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluye el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona, definidas con arreglo al derecho comunitario, y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad sea recibir depósitos y sustitutivos próximos de los depósitos de entidades no incluidas en IFM y conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario. A finales de 1999 había 9.443 IFM en la zona del euro (12 bancos centrales, 7.906 entidades de crédito, 1.517 fondos del mercado monetario y 8 entidades financieras no incluidas en las categorías anteriores).

**M1, M2, M3:** véase **Agregados monetarios**.

**Mecanismo de interlinking:** uno de los componentes del sistema **TARGET**. El término se utiliza para designar las infraestructuras y los procedimientos que conectan los **Sistemas brutos de liquidación en tiempo real** nacionales, con el fin de procesar los pagos transfronterizos dentro del sistema TARGET.

**Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC):** modelo establecido por el **SEBC** con el fin de que las **entidades de contrapartida** puedan transferir de modo transfronterizo los activos aceptados como activos de garantía. En el MCBC, los bancos cen-

trales nacionales actúan como custodios unos de otros, lo que supone que cada banco central nacional tiene una cuenta de valores en su sistema de registro de valores para cada uno de los otros bancos centrales nacionales (y para el **BCE**).

**MTC II (Mecanismo de Tipos de Cambio):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre la **zona del euro** y los Estados miembros que no participan en ella desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. La participación en el MTC II es voluntaria; sin embargo, los Estados miembros acogidos a excepción pueden integrarse en él. Actualmente, la corona danesa y la dracma griega participan en el MTC II con una banda de fluctuación en torno a la paridad central frente al **euro** de  $\pm 2,25\%$  y  $\pm 15\%$ , respectivamente. La intervención en los tipos de cambio y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El BCE y los bancos centrales nacionales participantes que no son de la zona del euro pueden, sin embargo, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

**Operación de ajuste (fine-tuning): operación de mercado abierto** no regular realizada por el **Eurosistema** fundamentalmente con el fin de hacer frente a fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado.

**Operación doble: operación temporal** para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

**Operación de financiación a más largo plazo: operación de mercado abierto** regular, realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a más largo plazo se llevan a cabo mediante **subastas estándar**, con una periodicidad mensual y un vencimiento a tres meses.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central, que supone la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: 1) la compra o venta de activos a vencimiento (al contado o a plazo); 2) la compra o venta de activos mediante una **cesión temporal**; 3) la concesión o toma de préstamos con activos subyacentes como **activos de garantía**; 4) la emisión de certificados de deuda del banco central; 5) la captación de depósitos a plazo fijo o 6) los **swaps de divisas** entre la moneda nacional y una moneda extranjera.

**Operación principal de financiación: operación de mercado abierto** regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación se llevan a cabo mediante **subastas estándar**, con una periodicidad semanal y un vencimiento a dos semanas.

**Operación simple:** operación por la cual el banco central compra o vende activos, al contado o a plazo, en el mercado.

**Operación temporal:** operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con **activos de garantía**.

**Pacto de Estabilidad y Crecimiento:** formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el otro relativo a la aceleración y

clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, y por una Resolución del Consejo de la UE sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende servir para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **UEM**, como medio de fortalecer las condiciones para conseguir la estabilidad de precios y un crecimiento fuerte y sostenible que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que permitirá a los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del **valor de referencia** del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que forman parte de la UE presentarán **programas de estabilidad**, mientras que los países no participantes seguirán presentando programas de convergencia.

**Pago contra pago (PCP):** mecanismo de un sistema de liquidación de divisas, que garantiza que la transferencia en firme de una divisa se realiza única y exclusivamente si se lleva a cabo la transferencia en firme de la otra u otras divisas.

**Paridad central respecto al euro:** tipo de cambio oficial frente al euro de las monedas que participan en el **MTC II**, y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Parlamento Europeo:** consta de 626 representantes de los ciudadanos de los Estados miembros. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo del procedimiento seguido para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **UEM**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **BCE** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

**Período de mantenimiento:** período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas**. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes, que comienza el día 24 de cada mes y finaliza el día 23 del mes siguiente.

**Período de referencia:** intervalo de tiempo especificado en el apartado 2a del artículo 104 C del **Tratado** y en el Protocolo nº 6 sobre los **cráterios de convergencia**, para examinar el progreso realizado hacia la convergencia.

**Posición de inversión internacional neta (o posición neta de activos y pasivos frente al exterior):** balance estadístico del valor y la composición del saldo de los activos financieros de una economía frente al resto del mundo, menos los pasivos financieros de dicha economía frente al resto del mundo.

**Posición de liquidez del Eurosistema en moneda extranjera:** comprende las **reservas exteriores del Eurosistema** y otros activos y pasivos en moneda extranjera del Eurosistema, incluidas las posiciones frente a los residentes en la zona del euro, tales como los depósitos en moneda extranjera colocados en entidades bancarias residentes en la zona del euro.

**Procedimiento bilateral:** mecanismo por el cual el banco central trata directamente con una o con solo algunas **entidades de contrapartida**, sin utilizar los procedimientos de subasta. Los procedimientos bilaterales incluyen las operaciones realizadas a través de los mercados de valores o de los agentes que operan en dichos mercados.

**Programa de convergencia:** véase **Programas de estabilidad**.

**Programas de estabilidad:** supuestos y planes públicos a medio plazo relativos a la evolución de las principales variables económicas, presentados por los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro, con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir una situación presupuestaria cercana al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. Por lo que se refiere a la situación presupuestaria, destacan las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. Los programas de estabilidad deberán actualizarse cada año. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero** son los encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el Consejo **ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas ofrece un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten los déficit excesivos. Los países que no forman parte de la zona del euro deberán remitir sus **programas de convergencia** con periodicidad anual, de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

**Punto de referencia:** en relación con las inversiones, se trata de una cartera o un índice construido a partir de los objetivos de liquidez, riesgo y rendimiento de las inversiones. El punto de referencia también puede utilizarse como base para comparar el comportamiento de la cartera efectiva.

**Ratio de déficit:** uno de los criterios de convergencia fiscal, establecidos en el apartado 2 del artículo 104 C del **Tratado**, considerado como “la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto” a precios corrientes de mercado, quedando definido el déficit público en el Protocolo nº 5 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como “el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**”. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

**Ratio de deuda:** uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 C del **Tratado** considerado como “la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto” a precios corrientes de mercado, quedando definida la deuda pública en el Protocolo nº 5 (sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo) como “la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los distintos sectores de las **Administraciones Públicas** y dentro de ellos”. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

**Realineamiento:** cambio en la paridad central de una moneda que participa en un sistema de tipos de cambio con una referencia fija pero ajustable. En el **MTC II**, el realineamiento consiste en una modificación de la paridad central frente al euro.

**Redenominación de valores:** la *denominación* de un valor es la moneda en la que está expresado su valor a la par (en la mayoría de los casos, el valor nominal de un certificado). La redenominación se refiere a un procedimiento mediante el cual la denominación inicial de un valor, emitido en moneda nacional, pasa a ser **euros** a un tipo de conversión fijo irrevocable.

**Regla de distribución de pérdidas (o acuerdo de distribución de pérdidas):** acuerdo entre los participantes en un sistema de transferencia o mecanismo de una cámara de compensación relativo a la distribución de cualquier pérdida ocasionada por el incumplimiento de sus obligaciones por parte de uno o más participantes; el acuerdo estipula la forma de repartir la pérdida entre las partes implicadas, en caso de que tenga que aplicarse.

**Reservas exteriores del Eurosistema:** los activos de reserva de la zona del euro comprenden los activos de reserva del Eurosistema, es decir, los activos de reserva del BCE y los de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes. Estos activos deben: (i) estar bajo el control efectivo de la autoridad monetaria competente, ya sea el BCE o el banco central nacional de uno de los Estados miembros participantes y (ii) referirse a activos exteriores, denominados en monedas que no sean el euro, altamente líquidos, negociables y solventes frente a los no residentes en la zona del euro, más oro monetario, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el Fondo Monetario Internacional de los bancos centrales nacionales participantes.

**Riesgo de liquidación:** término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. El riesgo puede ser tanto riesgo de crédito como de liquidez.

**SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales):** el SEBC se compone del **BCE** y de los bancos centrales nacionales de los quince Estados miembros, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros que no adoptaron el **euro** al inicio de la tercera fase de la **UEM**. El SEBC está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE. Un tercer órgano rector del BCE es el **Consejo General**.

**Saldo primario:** necesidad o capacidad de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos.

**Sistema de entrega contra pago (ECP):** mecanismo de un **sistema de liquidación de valores**, que garantiza que la transferencia en firme de un activo se realiza única y exclusivamente si se lleva a cabo la transferencia en firme del otro u otros activos. Estos activos pueden ser valores u otros instrumentos financieros.

**Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95):** sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas armonizadas para poder realizar una descripción cuantitativa coherente de las economías de los Estados miembros. El SEC es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales 1993. El Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) es una nueva versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo.

**Sistema interbancario de transferencia de fondos (SITF):** **sistema de transferencia de fondos** en el que la mayoría (o todos) sus participantes directos son **entidades de crédito**.

**Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR):** sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua). Véase, también, **TARGET**.

**Sistema de liquidación neto (SLN):** **sistema de transferencia de fondos** en el que las operaciones de liquidación se realizan mediante un esquema neto bilateral o multilateral.

**Sistema de liquidación de valores:** sistema que permite la transferencia de valores tanto libre de pago como contra pago.

**Sistema de transferencia de fondos (STF):** mecanismo formal, basado en un contrato privado o en el derecho estatutario, con numerosos miembros, reglas comunes y procedimientos

normalizados, para la transmisión y liquidación de las obligaciones monetarias surgidas entre dichos miembros.

**Subasta estándar:** procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un período de 24 horas. Todas las **entidades de contrapartida** que satisfacen los criterios generales de selección tienen derecho a presentar sus solicitudes.

**Subasta rápida:** procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de ajuste**. Las subastas rápidas se realizan en el plazo de una hora y se limitan a un grupo restringido de **entidades de contrapartida**.

**Swap de divisas:** dos operaciones simultáneas, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede realizar operaciones de mercado abierto, con fines de política monetaria, mediante *swaps* de divisas en los que los bancos centrales nacionales (o el **BCE**) compran (o venden) euros al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden (o compran) a plazo.

**TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real):** sistema de pagos que comprende cada uno de los **sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR)** de los quince Estados miembros de la UE y el sistema de pagos del BCE. Los sistemas SLBTR nacionales y el sistema de pagos del BCE están interconectados mediante un procedimiento común, el **mecanismo de interlinking**, que permite que los pagos transfronterizos puedan transferirse de un sistema a otro.

**Tarjeta multiuso prepagada:** tarjeta que puede utilizarse para efectuar una amplia gama de pagos, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, aunque, a veces, su uso puede limitarse a una zona determinada. La tarjeta de pago multiuso recargable se conoce, también, con el nombre de monedero electrónico (véase, también, **dinero electrónico**).

**Tipos de cambio efectivos (nominales/reales):** los tipos de cambio efectivos nominales son una media ponderada de varios tipos de cambio bilaterales. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los nacionales. Son, por lo tanto, medidas de la competitividad en términos de precios y costes. El tipo de cambio efectivo nominal del euro calculado por el BCE es una media geométrica ponderada de los tipos de cambio del euro frente a las monedas de trece socios comerciales de la zona del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de bienes manufacturados con los socios comerciales durante el período comprendido entre 1995 y 1997, e incluye los efectos de terceros mercados. El tipo de cambio efectivo real del euro se obtiene utilizando los índices de precios de consumo (el **índice armonizado de los precios de consumo** de la zona del euro y de otros Estados miembros de la UE).

**Transferencias de capital:** se componen de: (i) transferencias transfronterizas relacionadas con la propiedad del activo fijo; (ii) transferencias transfronterizas de fondos vinculados, o condicionados a, la adquisición o la venta del activo fijo; y (iii) la cancelación de pasivos transfronterizos por parte de acreedores, sin recibir a cambio ninguna contrapartida. Las transferencias de capital pueden efectuarse en efectivo o en especie (v.g. la condonación de la deuda).

**Transferencias corrientes:** transferencias que no son de capital y que tienen un efecto directo en el nivel de renta disponible del ordenante o del beneficiario de la zona del euro.

**Tratado:** se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la *Comunidad Económica Europea (CEE)* y, con frecuencia, se le ha denominado “Tratado de Roma”. El Tratado de la Unión Europea se firmó en Maastricht (por lo que se le suele denominar “Tratado de Maastricht”) el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado de la CEE, que ahora se conoce como Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado de Amsterdam, que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, ha modificado el Tratado de la Unión Europea.

**UEM:** véase **Unión Económica y Monetaria**.

**Unión Económica y Monetaria (UEM):** el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en tres fases. La *primera* fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La *segunda* fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo (IME)**, la prohibición de la financiación monetaria y del acceso privilegiado del sector público a las entidades financieras y el procedimiento para evitar los déficit excesivos. La *tercera* fase se inició el 1 de enero de 1999, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 121 del **Tratado**, con la transferencia de las competencias monetarias al **Eurosistema** y con la introducción del **euro**.

**Valor de referencia para el crecimiento monetario:** el **Consejo de Gobierno** del BCE asigna un papel destacado al dinero a la hora de instrumentar su política, lo que presupone un análisis detenido de los agregados monetarios y de las entidades de contrapartida, debido a la información que contienen sobre la evolución futura de los precios. Esta importancia del dinero se pone de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento del agregado monetario M3. Dicho valor se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de estabilidad de precios elaborada por el Consejo de Gobierno, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Las desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 del valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, el concepto de valor de referencia no conlleva un compromiso por parte del **Consejo de Gobierno** de corregir automáticamente las desviaciones del crecimiento de M3 respecto del valor de referencia.

**Valor de referencia para la situación fiscal:** el Protocolo nº 5 del **Tratado** sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las Administraciones Públicas (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

**Zona del euro:** zona que incluye a aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del Consejo de Gobierno del BCE. La zona del euro comprende a Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.



## **Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema**

### **22 de diciembre de 1998**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que la primera operación principal de financiación del Eurosistema se llevará a cabo mediante una subasta a tipo fijo con un tipo de interés del 3%, nivel que se pretende mantener en el futuro inmediato. Esta operación se iniciará el 4 de enero de 1999, mientras que la decisión de adjudicación se tomará el 5 de enero de 1999, y su liquidación tendrá lugar el 7 de enero de 1999. Además, decide que la primera operación de financiación a más largo plazo se anunciará el 12 de enero de 1999 (con fecha de liquidación de 14 de enero de 1999) y se realizará por medio de una subasta a tipo variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo único.

El Consejo de Gobierno decide, asimismo, que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito quedará fijado en el 4,5% y el tipo de interés de la facilidad de depósito, en el 2% desde el inicio de la tercera fase, es decir, el 1 de enero de 1999. Como medida transitoria, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se situará en el 3,25% y el tipo de interés de la facilidad de depósito, en el 2,75% durante el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999. El Consejo de Gobierno se propone cancelar esta medida transitoria tras su reunión del 21 de enero de 1999.

### **31 de diciembre de 1998**

De acuerdo con el apartado 4 del artículo 109 L del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo de la UE, actuando por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta los tipos de conversión irrevocables del euro, con efectos a partir de las 0.00 horas (hora local) del día 1 de enero de 1999.

Los ministros de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y gober-

nadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia, mediante un procedimiento conjunto con la Comisión Europea y previa consulta al Comité Monetario, deciden fijar las paridades centrales respecto al euro de las monedas participantes en el Mecanismo de Tipos de Cambio que entra en vigor el 1 de enero de 1999. Además de esta decisión, el BCE, el Danmarks Nationalbank y el Banco de Grecia establecen, de común acuerdo, las paridades de intervención obligatoria para la corona danesa y la dracma griega. Para la corona danesa, se fija una banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$  en torno a la paridad central respecto al euro. La dracma griega mantendrá la banda normal de fluctuación del  $\pm 15\%$  alrededor de dicha paridad central.

### **7 de enero de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las dos operaciones principales de financiación que se anunciarán el 11 y el 18 de enero de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que la primera operación de este tipo, liquidada el 7 de enero de 1999, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%.

### **12 de enero de 1999**

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE adoptada el 22 de diciembre de 1998, el BCE anuncia que las primeras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema se efectuarán mediante subastas a tipo variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo único. Con el fin de escalonar estas operaciones, la primera se lleva a cabo a través de tres subastas paralelas con tres vencimientos diferentes, a saber, el 25 de febrero, el 25 de marzo y el 29 de abril de 1999. El BCE anuncia también que su intención es adjudicar 15 mm de euros en cada una de dichas subastas. En las siguientes operaciones de financiación a más largo plazo que se

liquidarán durante los tres primeros meses de 1999, el BCE se propone adjudicar un importe de 15 mm de euros por operación.

#### **21 de enero de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés correspondientes a las dos facilidades permanentes del Eurosistema vuelvan a ser los que se habían establecido para el inicio de la tercera fase, es decir, el 4,5% para la facilidad marginal de crédito y el 2% para la facilidad de depósito, con efectos a partir del 22 de enero de 1999. Además, decide que las dos operaciones principales de financiación que se liquidarán el 27 de enero y el 3 de febrero de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las tres operaciones de este tipo liquidadas a comienzos de enero, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%.

#### **4 de febrero de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de febrero de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las primeras operaciones de este tipo liquidadas en este año, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, decide que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se mantenga en el 4,5% y el de la facilidad de depósito, en el 2%.

#### **18 de febrero de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 24 de febrero y el 3 de marzo de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas en este año, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, decide que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se mantenga en el 4,5% y el de la facilidad de depósito, en el 2%.

#### **4 de marzo de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de marzo de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas en este año, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, decide que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se mantenga en el 4,5% y el de la facilidad de depósito, en el 2%. El Consejo de Gobierno decide también que, hasta que no se indique lo contrario, las futuras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema se llevarán a cabo mediante el procedimiento de adjudicación a tipo múltiple (a partir de la operación que se liquidará el 25 de marzo de 1999).

#### **18 de marzo de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán los días 24 y 31 de marzo y 7 de abril de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas en este año, es decir, que se realicen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, decide que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se mantenga en el 4,5% y el tipo de interés de la facilidad de depósito, en el 2%.

#### **8 de abril de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación cuya liquidación tendrá lugar el 14 de abril de 1999. Además, decide bajar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en un punto porcentual, hasta el 3,5%, y el tipo de interés de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 1,5%, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de abril de 1999.

### **22 de abril de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente. Además, el Consejo de Gobierno anuncia que su intención es continuar adjudicando un importe de 15 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán durante los seis meses siguientes.

### **6 de mayo de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

### **20 de mayo de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente. El Consejo de Gobierno decide también modificar el vencimiento de la operación de financiación a más largo plazo que se liquidarán el 30 de septiembre de 1999. La fecha de amortización de esta operación se adelantará del 30 al 23 de diciembre de 1999. Del mismo modo, la operación de financiación a más largo plazo que debía anunciarse el 27 de diciembre de 1999, y cuya adjudicación y liquidación estaban previstas para el 30 de diciembre del mismo mes, se anunciará el 21 de diciembre, se adjudicará el 22 de diciembre y se liquidará el 23 de diciembre de 1999. Este cambio en la programación de las operaciones pretende facilitar los procedimientos operativos de los participantes en los mercados financieros al final del año.

### **2 de junio, 17 de junio, 1 de julio, 15 de julio, 29 de julio, 26 de agosto, 9 de septiembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

### **23 de septiembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

El BCE publica el calendario indicativo de las subastas del Eurosistema en el año 2000. Anuncia también que durante la primera semana del año 2000 no se iniciará ninguna operación principal de financiación ni tampoco vencerá ninguna operación de esa naturaleza. Por ello, el vencimiento de la operación principal de financiación que se iniciará el 21 de diciembre de 1999 se ampliará, excepcionalmente, a tres semanas. Para evitar que el 12 de enero del año 2000 venzan dos operaciones principales de financiación, el vencimiento de la operación correspondiente al 30 de diciembre de 1999 se ampliará, asimismo, a tres semanas. Estas medidas se adoptan con el fin de reducir al mínimo cualquier problema que pudiera presentarse a las entidades de contrapartida y al mercado financiero inmediatamente después de cruzar el umbral del nuevo siglo, como consecuencia de la ejecución y la liquidación de una operación de gran envergadura.

### **7 de octubre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se

mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

#### **21 de octubre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Anuncia también que se propone adjudicar 25 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán el 28 de octubre, el 25 de noviembre y el 23 de diciembre de 1999, un importe superior al de los 15 mm de euros adjudicado en todas las operaciones de financiación a más largo plazo ya realizadas en 1999. Esta decisión tiene en cuenta la intención del BCE de contribuir a facilitar la transición al año 2000.

#### **4 de noviembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de noviembre de 1999. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 5 de noviembre de 1999.

#### **18 de noviembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

#### **2 de diciembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

Además, el Consejo de Gobierno decide confirmar el valor de referencia para el crecimiento monetario, es decir, una tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3. Esta decisión se toma sobre la base de que los componentes que hay que tener en cuenta para obtener el valor de referencia, esto es, la definición de estabilidad de precios del Eurosistema (un incremento anual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%), la estimación de la tendencia del crecimiento del PIB real (entre el 2% y el 2,5% anual) y la estimación de la disminución tendencial de la velocidad de circulación de M3 (del 0,5% al 1% anual), han permanecido, básicamente, sin variación. El Consejo de Gobierno continuará evaluando la evolución monetaria en relación con el valor de referencia, sobre la base de la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de ahora, el valor de referencia se revisará anualmente. La próxima revisión tendrá lugar en diciembre del año 2000.

En cuanto al sistema de reservas mínimas del Eurosistema, el Consejo de Gobierno, tras analizar los datos estadísticos más recientes, decide incrementar del 10% al 30% la deducción estandarizada de la base de reservas aplicable a los valores de renta fija a plazo de hasta dos años y a los instrumentos del mercado monetario. Esta decisión se implantará para determinar las reservas mínimas exigibles durante el período de mantenimiento que se iniciará el 24 de enero del año 2000.

#### **15 de diciembre de 1999**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones princi-

pales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

#### **4 de enero de 2000**

El BCE anuncia que el 5 de enero de 2000 el Eurosistema efectuará una operación de ajuste para drenar liquidez, con fecha de liquidación el mismo día. El objeto de esta medida es restablecer las condiciones de liquidez habituales en el mercado monetario después de que se llevara a cabo con éxito la transición al año 2000.

#### **5 de enero de 2000**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

#### **15 de enero de 2000**

A petición de las autoridades griegas, los ministros de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia deciden, mediante un procedimiento conjunto, reevaluar la paridad central de la dracma griega en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTCII) en un 3,5%, con efectos a partir del 17 de enero de 2000.

#### **20 de enero de 2000**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

Además, anuncia que el Eurosistema se propone adjudicar 20 mm de euros en cada una

de las operaciones de financiación a más largo plazo que se llevarán a cabo en la primera mitad del 2000. Este importe tiene en cuenta las necesidades esperadas de liquidez del sistema bancario de la zona del euro durante la primera mitad del año, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación al sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación.

#### **3 de febrero de 2000**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de febrero. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 4 de febrero.

#### **17 de febrero de 2000**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

#### **16 de marzo de 2000**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar los tipos de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema 0,25 puntos porcentuales, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 22 de marzo de 2000. Además, el Consejo decide elevar los tipos de interés de las facilidades marginal de crédito y de depósito 0,25 puntos porcentuales, que quedan situados en el 4,5% y en el 2,5%, respectivamente, con efectos desde el 17 de marzo de 2000.

# Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas al Departamento de Prensa mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

## Informe anual

«Informe anual 1998», abril 1999.

---

## Boletín mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

«El área del euro al inicio de la Tercera Etapa», enero 1999.

«La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», enero 1999.

«Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», febrero 1999.

«El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro», abril 1999.

«El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias», abril 1999.

«El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», mayo 1999.

«La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», mayo 1999.

«Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», julio 1999.

«El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», julio 1999.

«El papel internacional del euro», agosto 1999.

«Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», agosto 1999.

«Diferenciales de inflación en una unión monetaria», octubre 1999.

«Los preparativos del SEBC para el año 2000», octubre 1999.

«Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa», noviembre 1999.

«El sistema TARGET y los pagos en euros», noviembre 1999

«Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo», noviembre 1999.

«La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», enero 2000.

«Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema», enero 2000.

El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», febrero 2000.

«El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores», febrero 2000.

---

### **Serie de documentos de trabajo**

- 1 «*A global hazard index for the world foreign exchange markets*», por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 «*What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*», por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 «*Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*», por C. Detken, mayo 1999.
- 4 «*From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*», por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 «*Core inflation: a review of some conceptual issues*», por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 «*The demand for M3 in the euro area*», por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 «*A cross-country comparison of market structures in European banking*», por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 «*Inflation zone targeting*», por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 «*Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*», por G. Coenen, enero 2000.
- 10 «*On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention*», por R. Fatum, febrero 2000.
- 11 «*Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*», por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 «*Indicator variables for optimal policy*», por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.
- 13 «*Monetary policy with uncertain parameters*», por U. Söderström, febrero 2000.

14 «Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty», por G. D. Rudebusch, febrero 2000.

---

### **Otras publicaciones**

«The TARGET service level», julio 1998.

«Report on electronic money» August 1998

«Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations», septiembre 1998.

«Money and banking statistics compilation guide», septiembre 1998.

«La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», septiembre 1998.

«Third progress report on the TARGET project», noviembre 1998.

«Correspondent central banking model (CCBM)», diciembre 1998.

«Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures», enero 1999.

«Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term», febrero 1999.

«Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise», julio 1999.

«The effects of technology on the EU banking systems», julio 1999.

«Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union», agosto 1999.

«Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view», septiembre 1999.

«Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999», octubre 1999.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics Sector Manual», second edition, noviembre 1999.

«Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States», noviembre 1999.

«Correspondent central banking model (CCBM)», noviembre 1999.



«Cross-border payments in TARGET: A users™ survey», noviembre 1999.»

«Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures», febrero 2000.

---

#### **Folleto informativo**

«TARGET», julio 1998.

«Los billetes y monedas en euros», julio 1999.

«TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.

