



BANCO CENTRAL EUROPEO

2005

INFORME ANUAL

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

BANCO CENTRAL EUROPEO

INFORME ANUAL
2005

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



INFORME ANUAL 2005

En el año 2006,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 5 euros.

© Banco Central Europeo, 2006

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Traducción efectuada por el Banco de España.

Todos los derechos reservados.

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

Fotografías:

David Farrell

Martin Joppen

Robert Metsch

Constantin Meyer

Marcus Thelen

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 24 de febrero de 2006.

ISSN 1561-4522 (edición impresa)

ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

ÍNDICE

PRÓLOGO	12	4 ESTADÍSTICAS	117
CAPÍTULO I		4.1 Evolución general de las estadísticas de la zona del euro	117
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA		4.2 Nuevas y mejores estadísticas	118
		4.3 Estadísticas para evaluar el grado de convergencia	119
1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	20	5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	120
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA	24	5.1 Trabajos de investigación	120
2.1 Entorno macroeconómico mundial	24	5.2 Redes de investigación	122
2.2 Evolución monetaria y financiera	27	6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	117
2.3 Evolución de los precios	54	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	124
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	61	6.2 Funciones consultivas	125
2.5 Evolución de las finanzas públicas	70	6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	126
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	75		
3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO	85	CAPÍTULO 3	
		ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS	
CAPÍTULO 2		1 ESTABILIDAD FINANCIERA	130
OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL		1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	130
		1.2 Cooperación en situaciones de crisis financiera	133
1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	98	2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS	134
1.1. Operaciones de política monetaria	98	2.1 Cuestiones generales	134
1.2 Operaciones de divisas	104	2.2 Sector bancario	134
1.3 Actividades de inversión	104	2.3 Valores	135
		2.4 Contabilidad	135
2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES	106	3 INTEGRACIÓN FINANCIERA	137
2.1 El sistema TARGET	106		
2.2 TARGET2	108	4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO	143
2.3 Uso transfronterizo de los activos de garantía	109	4.1 Vigilancia de las infraestructuras y de los sistemas de grandes pagos en euros	143
3 BILLETES Y MONEDAS	112	4.2 Servicios de pequeños pagos	144
3.1 Circulación de billetes y monedas en euro y manejo del efectivo	112	4.3 Compensación y liquidación de valores	145
3.2 Falsificación de billetes y actividades de disuasión	113		
3.3 Emisión y producción de billetes	114		

CAPÍTULO 4			
ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES			
I ASUNTOS EUROPEOS	150		
1.1 Cuestiones de política económica	150		
1.2 Aspectos institucionales	154		
1.3 Evolución y relación con los estados adherentes y en vías de adhesión a la UE	155		
2 ASUNTOS INTERNACIONALES	157		
2.1 Aspectos más destacados del sistema monetario y financiero internacional	157		
2.2 Cooperación con los países no pertenecientes a la UE	159		
		1.5 Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos y Conferencia sobre Recursos Humanos	183
		1.6 Gobierno corporativo	184
		2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE	186
		2.1 Recursos humanos	186
		2.2 Examen de la eficacia y la eficiencia del BCE	188
		2.2 Nueva sede del BCE	188
		3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC	191
		4 CUENTAS ANUALES DEL BCE	193
		Informe de gestión	194
		Balance a 31 de diciembre de 2005	196
		Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2005	198
		Normativa contable	199
		Notas al balance	204
		Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	211
		Nota sobre distribución de beneficios/Asignación de pérdidas	215
		Informe de Auditoría	216
CAPÍTULO 5			
RENDICIÓN DE CUENTAS			
I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO	164		
2 CUESTIONES PLANTEADAS EN REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO	165		
CAPÍTULO 6			
COMUNICACIÓN EXTERNA			
I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	170		
2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	171		
CAPÍTULO 7			
MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES			
I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE	177		
1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	177		
1.2 Consejo de Gobierno	178		
1.3 Comité Ejecutivo	180		
1.4 Consejo General	182		
		5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA 2005	218
		ANEXOS	
		INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	222
		DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE	224
		CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA	231
		DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BCE	233
		GLOSARIO	239

LISTA DE RECUADROS

1	La distinta naturaleza de la dinámica de fuerte crecimiento monetario en los últimos años	31	4	Red de investigación sobre la persistencia de la inflación y el proceso de fijación de precios en la zona del euro	57
	Gráfico A Componentes de M3	32	5	Composición del crecimiento de la zona del euro por sectores	63
	Gráfico B Cambios de M3 y de sus contrapartidas	32		Gráfico A Detalle del valor añadido bruto real total	64
	Gráfico C Detalle por sectores de los depósitos del sector privado	33		Gráfico B Detalle del valor añadido bruto real de los servicios	64
2	Impacto del aumento de los precios del petróleo sobre la renta fija y la renta variable: una comparación histórica entre la zona del euro y Estados Unidos.	41		Cuadro Evolución sectorial en términos de valor añadido bruto real de la zona del euro	65
	Cuadro A Variaciones del rendimiento de los bonos a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos en los períodos de doce meses anteriores a máximos de los precios del petróleo	42		Gráfico C Valor añadido en los servicios de la zona del euro	65
	Cuadro B Variaciones de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos en los períodos de doce meses anteriores a máximos de los precios del petróleo	43	6	Gráfico D Valor añadido en la industria de la zona del euro	65
3	Diferencias en el crecimiento de los préstamos a hogares en los países de la zona del euro	46	6	Avance las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de producto de la UE	68
	Gráfico A Rango de crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares en los países de la zona del euro	47	7	Evolución de la emisión de deuda pública en la zona del euro.	72
	Gráfico B Coeficiente de variación ponderado del crecimiento de los préstamos a los hogares en los países de la zona del euro	47		Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de la deuda pública de la zona del euro	72
	Gráfico C Crecimiento medio del total de préstamos de las IFM a los hogares y endeudamiento de los hogares en la zona del euro	48		Cuadro B Estructura de los saldos vivos de deuda pública de la zona del euro	73
	Gráfico D Evolución del mercado de la vivienda y préstamos en la zona del euro entre 1999 y 2004	49		Gráfico A Saldos vivos de deuda pública de la zona del euro en septiembre del 2005, por país emisor	73
				Gráfico B Emisiones netas de deuda pública de la zona del euro en septiembre del 2005, por país emisor	73
			8	Reciclaje de la factura del petróleo y su impacto.	78
				Gráfico A Ingresos derivados de la exportación de petróleo	79
				Gráfico B OPEP: Activos netos y distribución de los depósitos por monedas	79

Gráfico C	Rusia: Activos netos y distribución de los depósitos por monedas	80	6	Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	85
Cuadro	Cuotas de mercado de algunas economías en las importaciones de la OPEP y de la CEI	80	7	Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	86
9	Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	127	8	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	88
10	Red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa	137	9	Balanza de pagos, partidas seleccionadas	90
11	Comparación interregional de los tipos hipotecarios en la zona del euro y en Estados Unidos	139	10	Evolución del MTC II	
Gráfico A	Dispersión de los tipos de interés variable y a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro y dispersión de los correspondientes tipos de mercado entre las regiones de Estados Unidos	139	11	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	93
Gráfico B	Dispersión de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro y dispersión de los correspondientes tipos de mercado entre las regiones de Estados Unidos	139	12	Tráfico de pagos en TARGET	107
12	Declaraciones públicas del BCE sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	151	13	Disponibilidad total de TARGET	107
			14	Distribución de billetes falsos por denominación	113
			15	Asignación de la producción de billetes en el 2005	116

LISTA DE GRÁFICOS

1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	21
2	Principales indicadores de las economías más industrializadas	24
3	Principales indicadores de los mercados de materias primas	27
4	M3 y préstamos al sector privado	29
5	Contribuciones al crecimiento interanual de M3	29
6	Tipos de interés a corto plazo de los depósitos	30
7	Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales	30
8	Contrapartidas de M3	35
9	Estimaciones de la brecha monetaria	36
10	Tipos de interés a corto plazo y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario	37

LISTA DE CUADROS

1	Evolución de los precios	55
2	Indicadores de costes laborales	60
3	Composición del crecimiento del PIB real	61
4	Evolución del mercado de trabajo	67
5	Situación presupuestaria de la zona del euro	71

11 Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses	38	35 Flujos de salida de recursos financieros de la zona del euro hacia los nuevos Estados miembros de la UE	83
12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	39	36 Posición de inversión internacional neta	83
13 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro	39	37 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II	92
14 Índices bursátiles	44	38 Factores de liquidez en la zona del euro en el 2005	98
15 Crecimiento efectivo y esperado de los beneficios empresariales por acción	44	39 Activos de garantía negociables	101
16 Préstamos de las IFM a los hogares	45	40 Utilización de activos de garantía negociables	101
17 Tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras	45	41 Diferencia entre la proporción de activos de garantía presentados y la de activos de garantía negociables	102
18 Deuda y carga financiera de los hogares	51	42 Importe total de los billetes en circulación entre los años 2000 y 2005	112
19 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	51	43 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2005	112
20 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	52	44 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2005	113
21 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras	52	45 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2005	114
22 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras	54	46 Serie de documentos de trabajo: Clasificación del Journal of Economic Literature	121
23 Principales componentes del IAPC	56		
24 Contribuciones al IAPC, por componentes	56		
25 Precios de los inmuebles residenciales	59		
26 Detalle de los precios industriales	59		
27 Remuneración por asalariado, por sectores	60		
28 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	60		
29 Indicadores de confianza	62		
30 Desempleo	66		
31 Productividad del trabajo	67		
32 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	77		
33 Balanza por cuenta corriente y sus componentes	77		
34 Cuenta financiera de la zona del euro	83		

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

El BCE ha estado organizando desde 1998 una serie de exposiciones tituladas «Arte contemporáneo de los Estados Miembros de la UE». Cada exposición pretende ofrecer a los empleados del BCE y otros visitantes una visión del panorama artístico del país específico de la UE al que se dedica. Se ha optado por el arte contemporáneo por ser ilustrativo del momento en que se hizo realidad la Unión Monetaria Europea.

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

Artista: Peter Sauerer

Título: Großmarkthalle, 2004

Técnica: Madera y cuerda. Tamaño: 90 x 20 x 15 cm

18

Artista: Ilse Haider

Título: Kopf eines Athleten, 1994

Técnica: Varas de sauce, emulsión fotográfica. Tamaño: 180 x 120 x 40 cm

96

Artista: Pep Agut

Título: Read your voice, 2000

Técnica: Técnica mixta. Tamaño: 190 x 195 cm

128

Artista: Maria Hedlund

Título: Loosing Ground, 2003

Técnica: 4 c-prints sobre aluminio. Tamaño: 85 x 76 cm cada fotografía

148

Artista: David Farrell

Título: Ballynultagh, 2000, (de la serie «Innocent Landscapes»)

Técnica: Fotografía. Tamaño: 100 x 100 cm

162

Artista: Natividad Bermejo

Título: Duérmete niño, 2000

Técnica: Grafito sobre papel. Tamaño: 145 x 212 cm

168

Artista: Pedro Proença

Título: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Técnica: Acrílico sobre lienzo. Tamaño: 200 x 150 cm

174

PRÓLOGO



Quisiera comenzar rindiendo tributo a mi predecesor en el cargo, Wim Duisenberg, nuestro primer presidente, que falleció el año pasado. Como ya he dicho en varias ocasiones, en Ámsterdam, Fráncfort y en muchas otras ciudades de Europa, esta institución, el Banco Central Europeo, sus empleados y todos los miembros del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General, entre los que me incluyo, tenemos una inmensa deuda de gratitud con Wim. Su recuerdo permanecerá siempre entre nosotros, o, como habría dicho Chateaubriand, «la muerte no lo ha derrotado, sólo lo ha hecho invisible».

En el 2005, el PIB real de la zona del euro registró un aumento del 1,4%, en comparación con el 1,8% del 2004 y el 0,7% del 2003. En el primer semestre del año, el ritmo de la actividad económica fue moderado, si bien tendió a acelerarse en el segundo semestre, beneficiándose de la intensa y duradera expansión de la demanda mundial, del acusado crecimiento de

los beneficios empresariales y de unas condiciones de financiación muy favorables. La actividad económica, por consiguiente, mostró una relativa capacidad de resistencia y de ajuste en un entorno caracterizado por precios del petróleo elevados y volátiles. No obstante, como consecuencia de los fuertes aumentos de los precios de las materias primas y de la energía y, en menor medida, de las subidas de los precios administrados y de los impuestos indirectos, la inflación anual medida por el IAPC en el año 2005 se situó en el 2,2%, ligeramente por encima del 2,1% que se registró en los dos años anteriores. Sin embargo, las presiones inflacionistas internas siguieron bajo control, ya que la moderación continuada en la evolución de los salarios y las tendencias favorables de los precios de las importaciones de productos manufacturados compensaron, hasta cierto punto, el alza de los precios de las materias primas y de la energía.

En un contexto de débiles presiones inflacionistas internas, el Consejo de Gobierno mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales del BCE durante la mayor parte del año, en el históricamente reducido nivel del 2%, al mismo tiempo que continuó realizando un atento seguimiento de las expectativas de inflación a más largo plazo. A medida que avanzó el año, los datos proporcionados por el análisis económico del BCE mostraron indicios de que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo estaban aumentando, una valoración que resultó confirmada por los datos procedentes del análisis monetario, dado el intenso crecimiento monetario y del crédito en una situación de liquidez ya de por sí abundante. Hacia finales del 2005, la confrontación que se realiza periódicamente de los resultados de los análisis económico y monetario indicó que estaba justificado un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE para hacer frente a estos riesgos. En consecuencia, el 1 de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno

acordó elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, tras dos años y medio sin variación.

Las expectativas de inflación para el conjunto de la zona del euro están firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios, como muestran las encuestas y los indicadores financieros. Esto ha contribuido a mantener en niveles reducidos las primas de riesgo incorporadas en los tipos de interés nominales a todos los plazos, lo que se ha traducido en unos tipos de interés menores a corto y a largo plazo. La elevada credibilidad del BCE y su política orientada a la estabilidad han contribuido, de esta forma, a preservar unas condiciones de financiación muy favorables para los inversores, respaldando con ello el crecimiento económico y la creación de empleo. También han ayudado a mantener el poder adquisitivo de los consumidores, cuestión de gran importancia para todos los residentes en la zona del euro, particularmente para los de rentas más bajas. Es esencial preservar este activo de la economía de la zona del euro. A tal fin, el Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de todos los acontecimientos relevantes para garantizar que las expectativas de inflación de medio a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El éxito de la UEM depende asimismo de que se apliquen políticas presupuestarias sostenibles y reformas estructurales de gran alcance, encaminadas a aumentar el potencial de crecimiento de la economía. Tal combinación de políticas no sólo promueve la cohesión y la flexibilidad de la economía de la zona del euro, sino que también respalda la política monetaria en su función de mantener la estabilidad de precios, aumentando con ello su eficacia y contribuyendo a un crecimiento sostenible del producto y a la creación de empleo.

El cumplimiento de las reglas fiscales acordadas refuerza la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que resulta fundamental, particularmente, ante el impacto que se prevé que el envejecimiento de la población tendrá en los presupuestos. Este es el motivo por el que el Eurosistema siempre ha apoyado con firmeza el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Una aplicación rigurosa y coherente de las normas revisadas favorece la disciplina fiscal y ayuda a reestablecer tanto la credibilidad del marco presupuestario de la UE como la confianza en políticas fiscales prudentes. La fiabilidad en la elaboración de las estadísticas de las finanzas públicas y su presentación puntual también son esenciales para el marco presupuestario europeo y para el funcionamiento eficaz de la supervisión mutua.

En los últimos años se han realizado algunos progresos en las reformas estructurales, pero la revisión intermedia de la estrategia de Lisboa efectuada en marzo del 2005 puso de manifiesto que son necesarios esfuerzos mucho mayores para elevar el potencial de crecimiento y de empleo en Europa. Unos mercados financieros, de trabajo y de productos más flexibles favorecen una mejor asignación de los recursos, y un entorno empresarial más estimulante fomenta la capacidad de innovar, invertir y crear empleo. Otro reto es completar el mercado interior, incluido el de los servicios, lo que hará que las empresas se beneficien de las economías de escala y aumentará la eficiencia económica. En general, la mejor manera de aprovechar las oportunidades derivadas de la globalización y de los rápidos avances tecnológicos es apoyar y agilizar los cambios estructurales. Ello ofrece la mejor perspectiva para la futura prosperidad de los ciudadanos de Europa.

El Eurosistema sigue atentamente los avances relacionados con la integración financiera en Europa. La integración financiera contribuye a la mejor ejecución de la política monetaria

única en toda la zona del euro así como a una asignación eficiente de recursos financieros y, por tanto, al crecimiento económico. Además, tiene consecuencias para la misión del Eurosistema de preservar la estabilidad financiera, y también es importante para el funcionamiento correcto y eficiente de los sistemas de pago y liquidación. En septiembre del 2005, el BCE publicó el primer informe en el que presentaba un conjunto de indicadores sobre integración financiera en la zona del euro. Estos indicadores sugerían que el nivel de integración financiera ha aumentado, aunque en distinto grado en los diferentes segmentos de mercado. Por último, sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios, el SEBC apoya los objetivos generales de la Unión Europea, entre los que se encuentra la integración financiera.

Se ha logrado ya la plena integración de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real, a través del sistema TARGET. El Eurosistema está trabajando activamente en la preparación de TARGET2, que ofrecerá mejores servicios y una nueva estructura de precios para los servicios básicos. La fecha de inicio de la migración a TARGET2 del primer grupo de países será el 19 de noviembre de 2007. Se espera que todos los bancos centrales participantes en TARGET2, junto con las comunidades bancarias de sus respectivos países, utilicen el nuevo sistema a partir de mayo del 2008.

Por lo que se refiere a los sistemas de pequeños pagos, la creación de una zona única de pagos para el euro (SEPA, en sus siglas en inglés) sigue siendo un objetivo primordial. En el ámbito de la SEPA, los clientes podrán efectuar pagos en toda la zona del euro desde una misma cuenta bancaria, utilizando un conjunto común de instrumentos de pago, con un nivel de seguridad y eficiencia tan alto como el que ofrecen los actuales sistemas de pago nacionales. Está previsto que los ciudadanos puedan disponer de esta opción en el 2008, plazo que el Eurosistema respalda totalmente y que exigirá el pleno compromiso de todas las partes interesadas.

Tras la firma del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa (Constitución Europea) en octubre del 2004, los Estados miembros iniciaron los procedimientos de ratificación requeridos. Hasta la fecha, quince Estados miembros han ratificado la Constitución Europea o están a punto de hacerlo oficialmente. En Francia y en los Países Bajos no se logró alcanzar el respaldo mayoritario. A juicio del BCE, la Constitución Europea clarifica el marco jurídico e institucional de la UE y refuerza la capacidad de la Unión para actuar tanto en el ámbito europeo como en el internacional, confirmando al mismo tiempo el marco monetario existente. Cabe subrayar que el proceso de ratificación no influirá en el funcionamiento de la Unión Monetaria ni afectará a la estabilidad del euro. El BCE, independientemente de que actúe de conformidad con el Tratado en vigor o con la Constitución Europea, continuará garantizando el valor del euro y promoviendo la estabilidad de precios, requisito previo para mantener un entorno macroeconómico no inflacionista favorable al crecimiento económico y a la creación de empleo.

En el año 2005, cuatro Estados miembros de la UE se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II), con vistas a integrarse en la zona del euro cuando cumplan todos los criterios de convergencia de forma sostenible. En otoño del 2006, el BCE y la Comisión Europea publicarán el informe de convergencia que elaboran cada dos años. Cabe destacar que los Estados miembros serán evaluados individualmente, sobre la base de sus resultados económicos y monetarios, aplicando escrupulosamente el principio de igualdad de trato. En estas condiciones, la ampliación de la zona del euro será beneficiosa para los países que la configuran actualmente y para los nuevos miembros.

En el 2005, el BCE registró un superávit de 992 millones de euros, importe con el que se dotó una provisión para los riesgos de tipo de

cambio, de tipo de interés y de precio del oro, con el resultado de un beneficio neto declarado en el año 2005 nulo. La provisión se utilizará para cubrir pérdidas derivadas de la exposición a los citados riesgos, en particular, las pérdidas de valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización. El superávit alcanzado en el 2005 sucede a una pérdida neta de 1.636 millones de euros en el 2004 que obedeció, principalmente, a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense. En el 2005 el euro se depreció frente a esa moneda.

El total de puestos de trabajo presupuestados por el BCE para el año 2005 fue de 1.369,5 empleos equivalentes a tiempo completo, frente a 1.363,5 en el 2004. A finales del 2005, el número de empleados del BCE con contratos indefinidos o temporales de una duración mínima de un año ascendía a 1.360, equivalente a 1.351 empleos a tiempo completo. A partir del 15 de mayo de 2005, el BCE comenzó a aceptar solicitudes de ciudadanos de los dos países adherentes, Bulgaria y Rumanía. La puesta en práctica de la nueva estrategia de recursos humanos, iniciada en el 2004, continuó durante el 2005. Además de favorecer la movilidad, dicha estrategia se centra en el perfeccionamiento de la dirección del BCE y en la adquisición y desarrollo continuos de aptitudes y competencias por parte de los empleados. Por otra parte, los seis valores del BCE se han incorporado gradualmente en las políticas de recursos humanos y servirán de guía a todos los empleados en su labor diaria.

Los temas relacionados con los recursos humanos se tratan también en el ámbito del Eurosistema. En el 2005, al objeto de intensificar la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en este ámbito, el Consejo de Gobierno creó una Conferencia de Recursos Humanos. Sin perjuicio de la competencia exclusiva de los BCN y del BCE en este campo, la conferencia permitirá el intercambio de experiencia, conocimientos técnicos e información sobre políticas y prácticas de

recursos humanos relevantes, y contribuirá, entre otras cosas, a la identificación de oportunidades para realizar actividades comunes de formación, y a la elaboración de medidas para fomentar los intercambios de personal. La Conferencia de Recursos Humanos y el Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC recibieron también el encargo de aplicar una serie de medidas concretas para promover la Misión del Eurosistema, publicada en enero del 2005. Incorporar la Misión del Eurosistema a su trabajo diario será un proceso continuo para sus empleados, que fomentará el espíritu de equipo entre el BCE y los BCN de la zona del euro.

Como institución pública, el BCE ha adquirido el compromiso de ofrecer el mejor servicio al menor coste. En cumplimiento de este compromiso permanente, el Comité Ejecutivo decidió examinar la eficacia y eficiencia del BCE poniendo en práctica un ejercicio de presupuesto cero en el que el personal y los directivos participaron activamente. Basándose en las conclusiones de este ejercicio, el Comité Ejecutivo decidió que un número considerable de puestos de trabajo podría amortizarse o reorientarse, sin despedir a ningún empleado. La contratación de nuevo personal se suspendió temporalmente. El Comité Ejecutivo adoptó además una serie de medidas referidas a otras cuestiones organizativas que afectaban a unidades de gestión específicas del BCE o al conjunto de éstas, que mejorarán la eficacia y la eficiencia de la institución. Los cambios organizativos suscitados por el ejercicio de presupuesto cero –como la reestructuración de varias unidades de gestión con el fin de aprovechar mejor las sinergias, la concentración de las tareas que requieren conocimientos técnicos y capacidades analíticas, la simplificación de los procedimientos y una reorientación hacia la planificación estratégica a medio plazo– se están llevando a la práctica gradualmente. El impulso proporcionado por este ejercicio de presupuesto cero conducirá a arraigar una cultura de gestión orientada a obtener el máximo partido posible de los recursos existentes.

Tras la selección, a comienzos del 2005, de un estudio de arquitectura para el diseño de la futura sede del BCE, el Consejo de Gobierno decidió revisar los requisitos funcionales y espaciales del proyecto. Esta fase de optimización dio lugar a una reducción significativa de los costes de construcción estimados. El Consejo de Gobierno aprobó la propuesta revisada e inició la fase de planificación del proyecto en diciembre del 2005. El BCE se ha comprometido a llevar a cabo una cuidadosa gestión y supervisión del proyecto, prestando especial atención a los costes y a los plazos de ejecución.

Fráncfort del Meno, marzo del 2006



Jean-Claude Trichet

Artista

Peter Sauerer

Título

Großmarkthalle, 2004

Técnica

Madera y cuerda

Tamaño

90 x 20 x 15 cm

© BCE y el artista



CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA
MONETARIA**

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El crecimiento económico en la zona del euro se moderó en el segundo semestre del 2004 y en el primer semestre del 2005 a consecuencia, en parte, del alza de los precios del petróleo, de una desaceleración transitoria del comercio mundial y de los efectos retardados de la apreciación anterior del euro. No obstante, durante el segundo semestre del 2005, la expansión de la actividad económica de la zona del euro volvió a cobrar dinamismo, beneficiándose del fuerte y persistente crecimiento de la demanda mundial, del sólido aumento de los beneficios empresariales y de las muy favorables condiciones de financiación. En conjunto, el PIB real, ajustado, aunque sólo parcialmente, por el número de días laborables, creció un 1,4% en el 2005, frente al 1,8% registrado en el 2004 y al 0,7% en el 2003. En un contexto de precios del petróleo altos y volátiles, la actividad económica mostró una relativa resistencia y capacidad de ajuste en el año 2005.

A pesar de los fuertes incrementos de los precios energéticos y de las materias primas, las presiones inflacionistas internas siguieron contenidas, en un contexto de recuperación del crecimiento económico, pero todavía a ritmo relativamente moderado. En concreto, la evolución de los salarios mantuvo cierta mesura. Las presiones inflacionistas se vieron también limitadas por las tendencias favorables de los precios de las importaciones de bienes manufacturados. Las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron sólidamente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. No obstante, la inflación general continuó siendo ligeramente elevada durante el 2005 debido, principalmente, a las fuertes subidas de los precios energéticos y, en menor medida, a los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos. En conjunto, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,2% en el 2005, ligeramente por encima de la tasa del 2,1% que se registró en los dos años anteriores. Continuaron dominando los riesgos al alza, relacionados, en particular, con los efectos secundarios asociados a la fijación de precios y salarios que podrían derivarse del alza de los precios del petróleo.

La evolución monetaria, que había comenzado a ser más expansiva desde mediados del 2004, cobró un nuevo impulso en el 2005, si bien experimentó una ligera moderación en los tres últimos meses del año. Este mayor dinamismo es atribuible, en parte, al efecto de estímulo creado por el bajo nivel de los tipos de interés sobre la demanda de dinero y de crédito. La intensidad del crecimiento monetario contribuyó aún más a la ya holgada situación de liquidez de la zona del euro, de lo que se deduce la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En este contexto, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo sin variación en un nivel históricamente bajo del 2% durante la mayor parte del 2005. En los primeros meses de ese año, los análisis económicos mostraban indicios de que las presiones inflacionistas internas podrían estar moderándose. Sin embargo, ante la situación de fuerte crecimiento monetario y de holgada liquidez, el Consejo de Gobierno manifestó la necesidad de mantenerse alerta frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Además, las proyecciones de inflación fueron revisándose progresivamente al alza a lo largo del año, en parte porque se iba haciendo patente que el repentino aumento de los precios del petróleo continuaría durante más tiempo de lo previsto en un principio, confirmando la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios. En diciembre del 2005, los análisis económicos y monetarios periódicos y la contrastación cruzada de sus resultados llevaron a la conclusión de que se justificaba proceder a un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria para hacer frente a esos riesgos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió, el 1 de diciembre de 2005, elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, tras haberlos mantenido sin variación durante dos años y medio. El tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema aumentó hasta el 2,25%, mientras que los tipos aplicables a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito se situaron en el 1,25% y el 3,25% respectivamente (véase gráfico 1).

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

Examinando con más atención las decisiones de política monetaria adoptadas en el 2005, resulta útil dividir el año en dos partes. Comenzando con el primer semestre, los datos disponibles en los primeros meses del 2005 daban motivo para pensar que el debilitamiento del crecimiento del PIB real observado durante el segundo semestre del 2004 tendría una duración limitada. No obstante, principalmente como resultado de la persistencia del elevado nivel de la volatilidad de los precios del petróleo, la evaluación fue ligeramente más pesimista en el segundo trimestre del 2005, al constatar la existencia de una mayor incertidumbre en relación con la evolución a corto plazo de la demanda interna. En consecuencia, en junio del 2005, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euro-sistema respecto al crecimiento del PIB real se revisaron a la baja en comparación con las de diciembre del 2004. De acuerdo con las nuevas proyecciones, el crecimiento interanual del PIB real descendería desde el 1,8% registrado en el 2004 hasta una tasa comprendida en el intervalo del 1,1% al 1,7% en el 2005, y se incrementaría hasta situarse entre el 1,5% y el 2,5% en el

2006. Las previsiones de los organismos internacionales y privados proporcionaban indicaciones similares. No obstante, se estimaba que seguían dándose las condiciones para un fortalecimiento de la actividad económica, a pesar de la presencia de riesgos a la baja para el crecimiento relacionados con el bajo nivel de confianza de los consumidores, el elevado nivel y la volatilidad de los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales. En el ámbito externo, el crecimiento de la economía mundial continuaba siendo vigoroso, sustentando así las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, las condiciones de financiación muy favorables, la solidez de los beneficios empresariales y los procesos de reestructuración de las empresas generaban un clima favorable para la inversión. Se esperaba que el crecimiento del consumo privado se beneficiase del incremento de la renta real disponible que se anticipaba en un contexto de mayor crecimiento del empleo y de descenso de la inflación. Las estadísticas revisadas (que no estuvieron disponibles hasta los últimos meses del año) indican que el crecimiento del PIB real, aunque continuaba siendo

moderado, realmente se recuperó de forma gradual durante el primer semestre del 2005 (desde el 0,2% del último trimestre del 2004 hasta el 0,3% y el 0,4% registrados en el primer y segundo trimestres del 2005, respectivamente), debido principalmente a una mayor contribución de la demanda exterior neta.

En lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió, en promedio, hasta un 2% en el primer semestre del 2005, desde el 2,3%, aproximadamente, observado en el segundo semestre del 2004. No obstante, este descenso se debió sobre todo a efectos de base. La acusada subida de los precios del petróleo siguió ejerciendo una significativa presión al alza en la dinámica de la inflación. No obstante, la evolución de los salarios continuó siendo moderada, con lo que no hubo evidencia de acumulación de presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En consecuencia, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2005 se esperaba que la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situara en el intervalo del 1,8% al 2,2% en el 2005 y del 0,9% al 2,1% en el 2006. Aunque en el escenario de referencia las presiones inflacionistas internas continuaban estando contenidas, se identificaron riesgos al alza, relacionados, en concreto, con la evolución futura de los precios del petróleo y los posibles incrementos de los precios administrados y los impuestos indirectos. Asimismo, el Consejo de Gobierno subrayó la necesidad de mantenerse alerta ante la posibilidad de que se produjesen efectos secundarios por la fijación de salarios y precios que podría resultar de la subida de los precios del crudo.

El fuerte dinamismo de la evolución monetaria, que había comenzado a mediados del 2004, continuó en el primer semestre del 2005. A diferencia del anterior período de elevado crecimiento monetario observado entre el 2001 y mediados del 2003, el crecimiento monetario estaba impulsado por los componentes más líquidos de M3 y asociado, por el lado de las contrapartidas, con una expansión del crédito al

sector privado. Esta evolución reflejó en gran medida el efecto de estímulo que tuvieron los niveles históricamente muy bajos de los tipos de interés de la zona del euro. Como consecuencia del sólido crecimiento de M3 en los últimos años, la oferta de liquidez en la zona del euro fue significativamente mayor que la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Por otra parte, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo vigorosa, lo que contribuyó a una dinámica de elevación de los precios de la vivienda en algunas regiones de la zona del euro, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a sociedades no financieras volvió a repuntar gradualmente.

En definitiva, el Consejo de Gobierno concluyó que, si bien en el entorno de moderación de las presiones inflacionistas internas seguía siendo apropiado mantener los tipos de interés en niveles históricamente bajos, la contrastación cruzada de los resultados de los análisis económicos y de los análisis monetarios justificaba la necesidad de mantenerse alerta ante la posibilidad de que se materializasen los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En este contexto, se realizó un seguimiento especialmente atento de las expectativas de inflación a largo plazo.

En el segundo semestre del 2005, el análisis económico confirmó, de forma gradual, el fortalecimiento de la actividad económica que se había previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema en junio de ese año. En el tercer trimestre del 2005, el crecimiento del PIB real de la zona del euro ascendió hasta el 0,7%, en tasa intertrimestral. Además, seguían dándose las condiciones para la continuación del crecimiento que especificaban las anteriores proyecciones de los expertos del Eurosistema. Sobre esta base, las proyecciones de los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre del 2005 apuntaron a que la tasa de crecimiento del PIB real se situaría en el intervalo del 1,2% al 1,6% al 2005 y del 1,4% al 2,4% tanto en el 2006 como en el 2007, es decir, se esperaba que el crecimiento del PIB real evolucionaría,

en términos generales, en línea con las proyecciones de junio. Las previsiones de los organismos internacionales y privados presentaban un panorama similar. Al mismo tiempo, las perspectivas para la actividad económica seguían sujetas a riesgos a la baja, relacionados, fundamentalmente, con subidas de los precios del petróleo mayores de lo esperado, con los desequilibrios mundiales y con un nivel de confianza de los consumidores que, aunque en alza, seguía siendo bajo.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, en el segundo semestre del 2005, las tasas de inflación medidas por el IAPC crecieron hasta niveles significativamente superiores al 2%, llegando a situarse en el 2,6% en septiembre, principalmente como consecuencia de los incrementos de los precios de la energía. Además, contrariamente a lo esperado en los primeros meses del 2005, se fue haciendo patente que el alza de los precios del petróleo sería relativamente prolongada. En consecuencia, aunque las proyecciones y previsiones disponibles en los primeros meses del 2005 apuntaban a un descenso bastante pronunciado de la inflación medida por el IAPC en el 2006, esta valoración cambió sustancialmente durante el curso del año. En el segundo semestre del 2005, parecía probable que la tasa de inflación anual, medida por el IAPC, se mantuviera, en promedio, por encima del 2%, incluso en el supuesto, tal como se mantenía, de que los incrementos salariales seguirían siendo moderados. En concreto, las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2005 estimaban que la tasa de inflación medida por el IAPC se situaría, en promedio, entre el 1,6% y el 2,6% en el 2006 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2007. Las previsiones de los organismos internacionales y privados dibujaban un panorama similar. Asimismo, el Consejo de Gobierno confirmó que este escenario seguía sujeto a los riesgos al alza identificados con anterioridad.

En el segundo semestre del 2005, el análisis monetario continuó revelando indicios de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La situación

de liquidez de la zona del euro seguía siendo holgada según todos los indicadores fiables. Por otra parte, el fortalecimiento del crecimiento monetario observado desde mediados del 2004 se intensificó en el tercer trimestre del 2005. El crecimiento del agregado monetario amplio M3 siguió estando determinado por la evolución de sus componentes más líquidos, en un contexto de tipos de interés muy reducidos. Asimismo, la expansión del crédito –especialmente en forma de préstamos hipotecarios– siguió siendo muy intensa. En este contexto, era necesario vigilar muy estrechamente la evolución de los precios de algunos mercados inmobiliarios.

En consecuencia, en el segundo semestre del 2005, el Consejo de Gobierno expresó una creciente preocupación respecto a los riesgos al alza para la estabilidad de precios e hizo hincapié en la necesidad de una extrema vigilancia de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo. De hecho, en diciembre, fue necesario proceder a un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria, teniendo en cuenta los riesgos para la estabilidad de precios identificados en el marco del análisis económico, y confirmados tras contrastarlos con la información procedente del análisis monetario. En este contexto, el 1 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El Consejo de Gobierno concluyó que esta decisión contribuiría a mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico de la zona del euro. Tras la decisión del 1 de diciembre de 2005, los tipos de interés de la zona del euro se mantuvieron en unos niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales. Por lo tanto, la política monetaria del BCE continuó siendo acomodaticia y ofreciendo un estímulo considerable para la actividad económica y la creación de empleo. El Consejo de Gobierno reiteró que seguiría realizando un seguimiento de todos los factores relacionados con los riesgos para la estabilidad de precios.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

LA ECONOMÍA MUNDIAL CONTINUÓ EN FIRME EXPANSIÓN

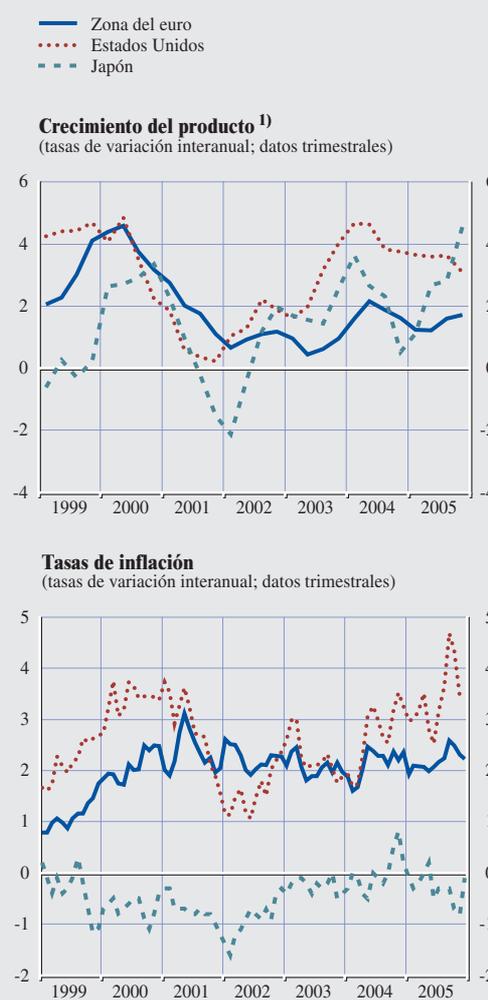
En el año 2005, la economía mundial continuó su expansión a un ritmo vigoroso, registrando tan sólo una ligera desaceleración respecto a los altos niveles de crecimiento observados en el 2004. Como en dicho año, el crecimiento fue particularmente intenso en Asia. En particular, la economía china siguió creciendo a un ritmo más o menos sostenido, mientras que en Japón cobraba impulso el crecimiento. La actividad económica mundial se vio beneficiada de las condiciones favorables de financiación y de la solidez de los beneficios empresariales prevalentes en muchos países. El crecimiento mundial también se vio respaldado por el vigor de la economía estadounidense.

Como consecuencia, en gran medida, de la firme expansión de la economía mundial y del consiguiente aumento de la demanda de energía, en combinación con la progresiva erosión de la capacidad excedente a lo largo del proceso de producción, los precios del petróleo siguieron elevándose durante prácticamente todo el año, alcanzando el precio del Brent un máximo histórico de 67,5 dólares estadounidenses por barril a inicios de septiembre. No obstante, el efecto de los elevados precios del petróleo sobre el crecimiento mundial y la inflación parece haber sido hasta la fecha relativamente moderado. Si bien la subida del componente energético afectó al IPC general, las presiones inflacionistas subyacentes siguieron bastante contenidas en la mayoría de los países. En los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por el IPC fue del 2,7% para el conjunto del año.

En Estados Unidos, la actividad económica registró una vigorosa expansión en el 2005, con un crecimiento del PIB real del 3,5%. El crecimiento se vio respaldado por el aumento fuerte y sostenido del gasto en consumo privado y en inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa. El consumo privado siguió mostrando

dinamismo durante la mayor parte del año, respaldado por las condiciones favorables de financiación, la subida de precios de la vivienda residencial y una mejora sostenida de la situación del empleo. Con un crecimiento salarial relativamente contenido, la subida de los precios de la energía atenuó el crecimiento de la renta real disponible, lo que contribuyó a un nuevo descenso de las tasas de ahorro personal, que ya eran muy bajas. Al mismo tiempo, la deuda de los hogares como porcentaje de la renta

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

disponible volvió a aumentar en el año 2005. La inversión empresarial creció rápidamente, reforzada por las condiciones favorables de financiación y por la elevada rentabilidad de las empresas. Pese al alza de precios del petróleo y al aumento de los costes de las materias primas, la moderación de los incrementos salariales, unida al vigoroso, aunque más atemperado, crecimiento de la productividad contribuyó a elevar los márgenes a lo largo del año.

La balanza de pagos de Estados Unidos registró un deterioro adicional en el año 2005, alcanzando el déficit por cuenta corriente un máximo histórico del 6,4% del PIB. El crecimiento de las importaciones superó al de las exportaciones, lo que dio lugar a un nuevo incremento del déficit exterior.

Los precios de consumo repuntaron de forma transitoria en el tercer trimestre del año como consecuencia de los efectos negativos de disfunciones derivadas del paso de los huracanes y de la prolongada elevación de los precios de la energía. No obstante, las presiones inflacionistas disminuyeron hacia finales del año, situándose la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo en el 3,4%. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, siguió estando bastante contenida, en un 2,2%. A pesar de las alzas de precios del petróleo y de los costes de las materias primas, así como de los negativos efectos de los huracanes, la apreciación del dólar en términos efectivos nominales y el aumento moderado de los costes laborales unitarios ayudaron a mantener controladas las presiones de precios y, al mismo tiempo, a contener las expectativas inflacionistas.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal elevó el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 200 puntos básicos en el año 2005. Este aumento se realizó en ocho etapas consecutivas, de incrementos de 25 puntos básicos, hasta situar dicho tipo en el 4,25% al final del año. En el comunicado emitido al término de la última reunión del año, el Comité señalaba que probablemente sería necesario elevar la firmeza,

de forma comedida, de la política monetaria. Por lo que respecta a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo durante el ejercicio 2005 en comparación con el del 2004, debido sobre todo al incremento de los ingresos tributarios procedentes de impuestos de sociedades e impuestos sobre la renta de las personas físicas. Dicho déficit ascendió en el ejercicio 2005 al 2,6% del PIB.

En Japón, la recuperación económica continuó en el año 2005, creciendo el PIB real a una tasa por encima de la potencial por segundo año consecutivo (2,8%, tras un 2,3% en el 2004). La actividad económica cobró impulso rápidamente a principios del 2005, respaldada por una fuerte expansión del consumo privado y de la inversión no residencial. El vigoroso crecimiento del gasto en consumo fue reflejo de las mejoras continuas en la renta y en el empleo, mientras que la rápida expansión de los gastos de capital en partidas no residenciales se valió del apoyo de las favorables condiciones de financiación, del aumento de los beneficios empresariales y de las situaciones financieras más saneadas, así como de la sustitución del *stock* de capital ya obsoleto. Si bien la demanda interna siguió siendo el principal factor determinante del crecimiento económico en el año 2005, hacia finales de año se hicieron evidentes los primeros indicios de una recuperación de las exportaciones (principalmente a China). Durante el mismo año, el sector bancario se vio favorecido por la gradual recuperación de la situación macroeconómica y la mejora de las condiciones relativas al riesgo de crédito.

La inquietud respecto a una posible deflación disminuyó aún más en el año 2005. La tasa de variación interanual de los precios de consumo para el conjunto del año fue ligeramente negativa (-0,3%, en comparación con un 0% en el 2004) y, hacia finales de año, el nivel de los precios de consumo, excluidos los alimentos frescos, dejó de bajar. En el 2005, el Banco de Japón mantuvo sin variación el objetivo definido para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor, en un intervalo de unos 30 billones a 35 billones de yenes. Sin embargo,

a finales del 2005, la institución indicó que, durante el 2006, pondría probablemente fin al tono altamente expansivo que caracterizaba su política monetaria de objetivos intermedios cuantitativos (en vigor desde marzo del 2001) si se materializaba la evolución favorable de los precios que indicaban las proyecciones (el Banco de Japón ha señalado como requisito para poner fin a su actual estrategia de política monetaria que los precios de consumo aumenten de forma sostenida).

En Asia, excluido Japón, el crecimiento, si bien continuó siendo vigoroso, se redujo en alguna medida en el 2005 con respecto a las altísimas tasas registradas en el año anterior, lo que se debió, principalmente, a una desaceleración de la demanda externa, al menor dinamismo de la demanda interna y al alza de precios del petróleo. Por lo que respecta a la evolución de los precios, los elevados precios del petróleo tuvieron como resultado altas tasas de inflación en varias de las principales economías de la región –con la excepción de China– y las autoridades monetarias comenzaron a elevar gradualmente los tipos de interés. La economía china continuó creciendo vigorosamente, al amparo del dinamismo de la demanda externa y la solidez de la demanda interna. Las medidas macroeconómicas de carácter restrictivo ralentizaron el ritmo de la inversión, especialmente en el sector inmobiliario, y estabilizaron la inflación. La transición a un régimen cambiario más flexible (pero todavía fuertemente controlado) en julio del 2005 no parece haber tenido un efecto significativo en la economía. En diciembre, tras la primera encuesta económica general de ámbito nacional realizada en China, el Instituto Nacional de Estadística chino (NBS) revisó al alza el nivel del PIB correspondiente al 2004 en 2,3 billones de yuanes, equivalentes al 16,8% del PIB nominal declarado anteriormente. El NBS también revisó las cifras de crecimiento de China desde 1993, incrementándolas en promedio alrededor de 0,5 puntos porcentuales. La revisión fue motivada, principalmente, por la mejora en la medición del sector servicios chino, que resultó ser casi un 50% mayor de lo calculado anteriormente. En el año 2005, China creció un 9,9%.

En América Latina, la situación económica continuó mostrando una sólida mejora, aunque a un ritmo ligeramente más lento que en el 2004. La región se vio beneficiada por un entorno exterior sumamente favorable y por los precios más altos de las materias primas, que permitieron reducir la vulnerabilidad financiera. El crecimiento en la región, aunque impulsado por el fuerte crecimiento de las exportaciones, también se vio favorecido por el aumento de la demanda de bienes de consumo y por la apertura de nuevas oportunidades para la inversión. En Argentina tuvo lugar un rápido crecimiento de la producción en términos reales, mientras que el ritmo de expansión económica en los dos países más grandes de la región, Brasil y México, fue moderado.

FUERTE SUBIDA DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN EL 2005

Los precios del petróleo se dispararon por segundo año consecutivo en el 2005. El precio del Brent ascendió hasta un nuevo máximo histórico de 67,5 dólares estadounidenses el barril a primeros de septiembre. Después, los precios experimentaron un ligero retroceso hasta situarse en 58 dólares el barril a finales de año. Considerando el conjunto del año, el precio medio del barril de Brent fue de 55 dólares en el 2005, es decir, un 45% por encima de la media del 2004.

Si bien el crecimiento de la demanda se atenuó en el año 2005, la capacidad excedente a lo largo de toda la cadena de producción y oferta de crudo registró un nuevo deterioro. Los precios del petróleo siguieron siendo muy sensibles a los cambios en la situación de la oferta y la demanda. El bajo crecimiento de la oferta proveniente de países no pertenecientes a la OPEP contribuyó a generar tensiones mayores en las variables fundamentales del mercado de petróleo. En el 2005, se redujo el crecimiento de la producción de petróleo de la Comunidad de Estados Independientes (la principal fuente de crecimiento de la oferta, si se excluye la OPEP) y disminuyó la producción de petróleo en el Mar del Norte. Además, las condiciones climáticas extremas (huracanes) distorsionaron grave-

mente la producción en la zona estadounidense del Golfo de México. Como resultado, aumentó la demanda de petróleo de la OPEP, el «recurso a la OPEP». No obstante, el incremento de la producción de la OPEP no bastó para rebajar los precios, ya que, en vista de la escasa capacidad de producción excedente de la Organización, a los participantes en los mercados les siguió preocupando la falta de un colchón de seguridad para hacer frente a la eventualidad de posibles perturbaciones en la oferta en el futuro.

El aumento de la demanda de productos de refino redujo la correspondiente capacidad excedente y, al mismo tiempo, aumentaron también los cuellos de botella en la oferta, debido a la insuficiente capacidad para procesar los tipos de crudo pesado y con alto contenido de azufre. Los desajustes de calidad entre la oferta y la demanda marginal por barril también favorecieron a los precios de los tipos de crudo ligero y con bajo contenido de azufre, como el Brent. La inquietud geopolítica respecto a la seguridad del abastecimiento de petróleo en el futuro ha ejercido presiones adicionales sobre los precios del petróleo, en la medida en que reaparecieron las amenazas en varios países productores de petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas, medidos por el índice del Hamburg Institute of International Economics, venían registrando una expansión desde el 2003 y alcanzaron un máximo en marzo de 2005. En general, los precios bajaron ligeramente en abril y mayo, y prácticamente se estabilizaron en los seis meses siguientes. Los precios de las materias primas no energéticas han vuelto a subir desde noviembre del 2005. Medidos en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron, en promedio, un 9,5% en el año 2005. El precio del oro se incrementó en el 2005 hasta alcanzar su nivel más alto desde 1981, situándose en 538 dólares estadounidenses la onza troy en diciembre del 2005.

2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL CRECIMIENTO DE M3 CONTINUÓ FORTALECIÉNDOSE EN UN ENTORNO DE TIPOS DE INTERÉS REDUCIDOS

En el 2005, el crecimiento monetario aumentó considerablemente, impulsado por el efecto de los reducidos tipos de interés de la zona del euro. Al mismo tiempo, el impacto moderador y compensatorio sobre el crecimiento de M3 asociado a la normalización del comportamiento en la asignación de carteras de los residentes de la zona del euro (tras la acusada preferencia por la liquidez registrada entre el 2001 y mediados del 2003) perdió impulso, especialmente en el primer semestre del año. En términos generales, la intensificación del crecimiento monetario en el 2005 se sumó a una situación de ya de por sí abundante liquidez en la zona del euro.

Tras aumentar en el segundo semestre del 2004, el crecimiento de M3 mantuvo su intensidad en los primeros meses del 2005. A partir de abril, el fortalecimiento del crecimiento monetario cobró mayor impulso, y la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 8% en el tercer trimestre del 2005. La evolución monetaria a más corto plazo mostró particular vigor a mediados de año y, en septiembre del 2005, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

M3 alcanzó su nivel más elevado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. En el último trimestre del 2005, el crecimiento monetario mostró algunas señales de moderación, aunque M3 siguió creciendo con fuerza, a una tasa interanual del 7,8%.

En cuanto a los componentes, los activos más líquidos de M3 incluidos en el agregado monetario estrecho M1 fueron los que más contribuyeron al crecimiento total de M3. En lo que respecta a las contrapartidas, la expansión monetaria resultó favorecida, en gran parte, por el crédito concedido por las IFM al sector privado. La evolución de los componentes y de las contrapartidas sugiere que el bajo nivel actual de los tipos de interés de la zona del euro, que supone un coste de oportunidad de mantener saldos líquidos reducido y costes de endeudamiento menores, fue un factor impulsor esencial en la trayectoria monetaria en el 2005.

Esta evolución implica también que el considerable fortalecimiento del crecimiento de M3 a partir de mediados del 2004 tuvo una naturaleza distinta del registrado entre el 2001 y principios del 2003. Durante el período anterior, que se caracterizó por una mayor incertidumbre económica y financiera, el incremento del crecimiento interanual de M3 estuvo acompañado de un descenso persistente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (véase gráfico 4). En cambio, la creciente intensidad del crecimiento monetario desde mediados del 2004 ha estado asociada a una elevación del crecimiento de los préstamos al sector privado. En consecuencia, es más probable que refleje la influencia de factores fundamentales, en particular, de los reducidos tipos de interés, más que el impacto de los desplazamientos de cartera —como los observados entre el 2001 y mediados del 2003— inducidos por la volatilidad de los mercados financieros (el recuadro 1, titulado «La distinta naturaleza de la dinámica de fuerte crecimiento monetario en los últimos años», recoge un análisis de los factores impulsores del crecimiento de M3 desde mediados del 2004).

La normalización del comportamiento en la asignación de carteras de los residentes en la zona del euro, tras la mayor preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003, continuó durante el 2005, aunque a un ritmo muy lento. Tuvo lugar una reestructuración de carteras desde el dinero hacia activos a más largo plazo, que ejerció cierto efecto moderador sobre el crecimiento de M3, si bien de una magnitud mucho más reducida que la que habría cabido esperar a la vista de regularidades anteriores. En particular, el sector tenedor de dinero de la zona del euro continuó mostrándose reacio a invertir en activos extranjeros, lo que contrastó con la disposición de los no residentes a invertir en activos de la zona. No obstante, hacia finales de año aparecieron indicios de una posible reanudación del cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera hacia el dinero, como se reflejó en la evolución de los activos exteriores netos de las IFM. En la medida en que este cambio de signo amortigua el crecimiento monetario, implicaría que la serie de crecimiento de M3 (según la definición oficial del agregado) tiende a subestimar la tasa de expansión monetaria subyacente.

Al igual que en los años 2003 y 2004, la principal contribución al crecimiento interanual de M3 en el 2005 procedió de los componentes más líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 5). La persistente e intensa contribución de M1 ocultaba algunas diferencias en la evolución de los componentes subyacentes. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó durante el 2005, situándose en el 13,7% en diciembre de ese año, frente al 18,5% de enero del 2005. Esta trayectoria fue acorde con las expectativas de que se produjera un prolongado proceso de ajuste de las tenencias de billetes y monedas tras la introducción del euro, en enero del 2002. Por otro lado, en el 2005 se observó un fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que se sustentó en el muy bajo coste de oportunidad de mantener estos instrumentos en un entorno de tipos de interés muy reducidos. El promedio de los tipos de interés de los depósitos a la vista de los hogares y de las socieda-

Gráfico 4 M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

des no financieras prácticamente no registró variaciones con respecto a los niveles de finales del 2003, y se situó en el 0,81% a finales del 2005 (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, la innovación financiera –como las muy líquidas y altamente remuneradas cuentas electrónicas de depósito, que en parte se registran como depósitos a la vista– también puede haber influido.

Aunque, en el 2005, la contribución de M1 al crecimiento de M3 fue globalmente la más destacada, la intensificación del crecimiento interanual de M3 fue atribuible, en gran parte, a la evolución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (véase gráfico 5), cuya contribución media al crecimiento interanual de M3 fue de aproximadamente 2,1 puntos porcentuales en el año 2005, casi el doble que en el 2004. Esta importante contribución fue consecuencia de un aumento sostenido de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años) mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) descendió gradualmente durante el año. En líneas genera-

les, es probable que la relativa intensidad de la demanda de depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se deba al reducido coste de oportunidad de mantener estos activos –escasamente remunerados en términos comparativos, pero relativamente líquidos– en un entorno de tipos de interés reducidos.

En lo que respecta a los instrumentos negociables, su contribución media a la tasa de crecimiento interanual de M3 sólo aumentó ligeramente, siendo de 0,6 puntos porcentuales en el 2005, frente a 0,5 puntos porcentuales el año anterior. Este incremento encubría una evolución divergente de sus componentes. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvo en un nivel relativamente contenido. Dado que, con frecuencia, los hogares y las empresas mantienen estos activos como vehículo de ahorro seguro en momentos de incertidumbre económica y financiera, su moderado crecimiento era acorde con el proceso de normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras que se desarrollaba, aunque a un

Gráfico 6 Tipos de interés a corto plazo de los depósitos

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

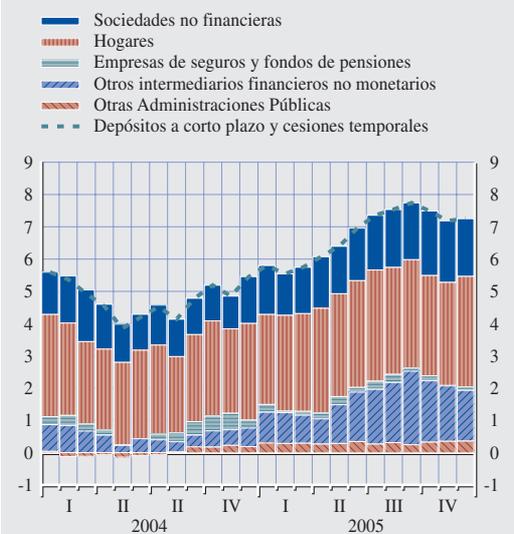
Notas: Datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela hasta diciembre del 2002, y sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones, excluidos los descubiertos en cuenta, a partir de enero del 2003 (ponderados desde diciembre del 2003). Para más información sobre las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y sobre el método de ponderación utilizado, véanse el recuadro 2 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2003 y el recuadro 3 de la edición de agosto del 2004.

1) Para el período anterior al 2003, tipo de interés aplicado a los depósitos de las empresas. A partir de enero del 2003, tipo de interés aplicado a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras.

2) Para el período anterior al 2003, tipo de interés aplicado a los depósitos de las empresas. A partir de enero del 2003, tipo de interés aplicado a los depósitos de los hogares.

Gráfico 7 Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema y la Administración Central.

ritmo lento, en el año 2005. Por otro, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años aumentó de manera significativa, debido, posiblemente, a la aparición de nuevos productos estructurados que combinan estos valores con instrumentos derivados que incorporan cierta exposición a la evolución de los mercados de renta variable, al tiempo que protegen a los inversores frente a pérdidas de capital elevadas. La tasa media de crecimiento interanual de las cesiones temporales también mejoró considerablemente en el 2005 con respecto al año precedente, aunque el crecimiento de estos instrumentos puede ser muy volátil.

El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales (es decir, la mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de un detalle sectorial fiable), sugiere que la intensificación del crecimiento monetario durante el 2005 fue atribuible, en su mayor parte, a las tenencias de depósitos de los

intermediarios financieros distintos de las IFM (véase gráfico 7). En particular, los intermediarios financieros no monetarios, excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones (clasificados como otros intermediarios financieros) fueron responsables, en gran medida, de la trayectoria al alza de M3 observada durante la mayor parte del 2005, a pesar de que sólo constituyeron una pequeña parte del total de las tenencias de efectivo. La mayor importancia adquirida por los otros intermediarios financieros en los últimos años como sector tenedor de dinero puede deberse, en gran parte, a la desregulación y liberalización financieras, así como al consiguiente desarrollo de mercados de valores más profundos y más líquidos.

Al mismo tiempo, la contribución de los depósitos de las sociedades no financieras al crecimiento de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales también se incrementó en alguna medida en comparación con el 2004. En

el caso de las sociedades no financieras, estas tenencias suelen concentrarse en los depósitos más líquidos, lo que parece indicar que, en general, se mantienen con fines de transacción y están asociados a las necesidades de financiación a corto plazo y de capital circulante. Además, el mayor crecimiento de los depósitos de empresas también puede deberse a motivos de precaución, ya que las sociedades no financieras, valorando la eventualidad de que surjan necesidades imprevistas de disponer de efectivo,

podrían mantener depósitos líquidos con el fin de evitar los costes de oportunidad relacionados con posibilidades de inversión ya contempladas y/o con el coste de obtención de financiación externa.

Por último, el detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales indica que los hogares siguieron siendo el sector que más ha contribuido al intenso crecimiento de estos instrumentos en el 2005.

Recuadro I

LA DISTINTA NATURALEZA DE LA DINÁMICA DE FUERTE CRECIMIENTO MONETARIO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

La evolución monetaria en los últimos años ha atravesado dos períodos en los que se registró un aumento significativo de la tasa de crecimiento interanual de M3. El primer período se inicia con la duplicación del crecimiento interanual de este agregado monetario –que pasó de una tasa en torno al 4% a aproximadamente el 8% en el 2001– y finalizó con un nuevo incremento, hasta casi el 9%, en el primer semestre del 2003. El segundo período comienza a mediados del 2004, y, desde entonces, las tasas de crecimiento interanual de M3 se han elevado desde aproximadamente el 5% hasta un máximo del 8% en el tercer trimestre del 2005. En este recuadro se considera la información que contienen los componentes y las contrapartidas de M3 y el detalle por sectores de los depósitos, para ilustrar la distinta naturaleza del fortalecimiento del crecimiento monetario en los dos períodos.

Los principales factores impulsores del crecimiento más pronunciado de M3 observado entre el 2001 y el primer semestre del 2003 fueron el aumento de la incertidumbre geopolítica, económica y, especialmente, financiera, que imperó en esa época, asociada a una serie de importantes perturbaciones para la economía mundial¹. Entre estas perturbaciones se encuentran la considerable caída del precio de las acciones, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos, una serie de escándalos contables a ambos lados del Atlántico tras la corrección que se produjo en los mercados de renta variable, y las guerras de Afganistán, a finales del 2001, y de Iraq, a principios del 2003. El sector que mantiene saldos en efectivo (principalmente, hogares y sociedades no financieras), que buscaba un «refugio seguro» para sus ahorros frente a estas perturbaciones, alteró la composición de sus carteras de activos, desplazándose desde instrumentos de mayor riesgo y a más largo plazo, hacia activos monetarios líquidos y seguros, incrementando con ello el crecimiento monetario. Por el contrario, en el período posterior a mediados del 2004, el pronunciado crecimiento monetario parece haber sido de naturaleza más fundamental, inducido por los bajos tipos de interés y, en consecuencia, por el reducido coste de oportunidad de mantener efectivo.

Un análisis detallado de los componentes de M3 pone de manifiesto que los desplazamientos de cartera desde activos de mayor riesgo hacia el dinero registrados entre el 2001 y mediados

1 Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

del 2003 favorecieron los flujos de entrada hacia valores distintos de acciones hasta dos años y participaciones del mercado monetario, activos que los hogares y las empresas mantienen con el fin de «aparcar» liquidez en épocas de mayor incertidumbre. En consecuencia, la trayectoria de estos dos componentes ejerció una influencia considerable en la evolución monetaria en su conjunto, mientras que la contribución de los componentes más líquidos desempeñó un papel secundario. Por el contrario, el mayor crecimiento de M3 desde mediados del 2004 se ha visto impulsado por los componentes más líquidos del agregado monetario estrecho M1. Al mismo tiempo, los flujos interanuales de entrada en valores distintos de acciones hasta dos años y en participaciones del mercado monetario han sido modestos (véase gráfico A).

En cuanto a las contrapartidas de M3, la naturaleza divergente del intenso crecimiento monetario en los dos períodos queda patente en la evolución de los préstamos al sector privado (véase el gráfico 4 del texto principal). Entre el 2001 y mediados del 2003, el fortalecimiento del crecimiento de M3 fue acompañado de un persistente descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Dicho de otro modo, durante el prolongado período de elevada incertidumbre económica y financiera, las tasas de crecimiento de M3 y del endeudamiento privado se movieron en direcciones opuestas. En cambio, el período posterior

Gráfico A Componentes de M3

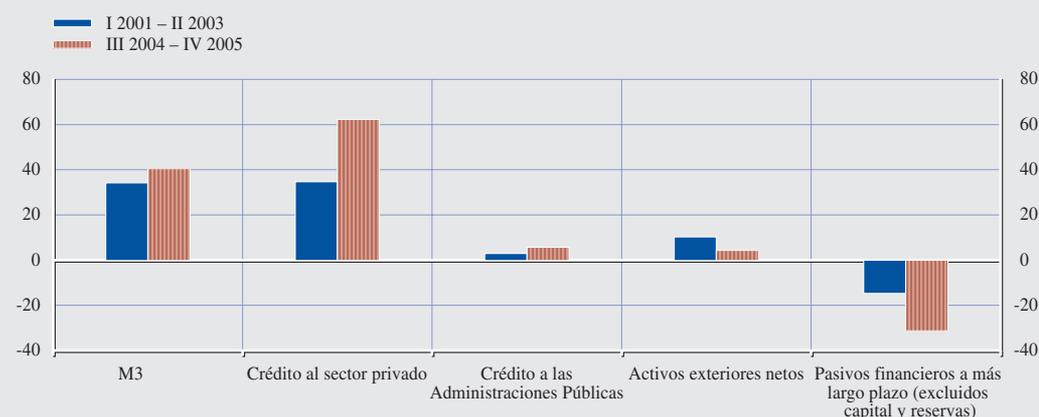
(flujos anuales, mm de euros, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico B Cambios de M3 y de sus contrapartidas

(flujos mensuales; medias del período; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia. Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido porque son pasivos del sector IFM.

a mediados del 2004 se ha caracterizado por una mayor intensidad del crecimiento monetario y del de los préstamos al sector privado, como consecuencia del reducido coste de oportunidad de mantener activos monetarios y de las favorables condiciones de financiación que suponen los bajos tipos de interés.

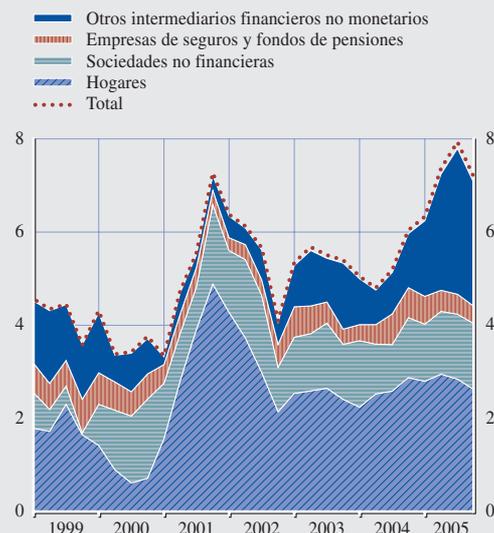
El gráfico B ilustra el papel fundamental desempeñado por las elevadas entradas de capital en la zona del euro en la intensificación del crecimiento monetario registrado entre el 2001 y mediados del 2003 (asociados a las variaciones de los activos exteriores netos durante este período). En un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de incertidumbre en los mercados financieros, los residentes en la zona del euro repatriaron fondos que habían invertido anteriormente en valores de renta variable extranjeros, buscando un refugio seguro frente a las perturbaciones que afectaban a la economía mundial. En el período posterior a mediados del 2004, la variación de la posición acreedora neta frente al exterior ha ejercido una influencia bastante más moderada en el fortalecimiento de la dinámica monetaria, aunque se ha mantenido positiva. Aunque esto sugiere que el sector que mantiene saldos en efectivo de la zona del euro ha seguido siendo reacio a invertir en activos extranjeros (al menos en relación con la demanda de activos de la zona del euro por parte de no residentes), el impacto de esta evolución en la expansión de M3 ha sido reducido en comparación con el impulso que supuso el crecimiento de los préstamos.

En cuanto a la evolución general de las contrapartidas de M3, puede considerarse que el período comprendido entre el 2001 y mediados del 2003 estuvo caracterizado por un desplazamiento desde activos de mayor riesgo y a más largo plazo hacia activos monetarios a más corto plazo, como quedó reflejado en las moderadas entradas en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En el período posterior a mediados del 2004, en un entorno de expansión del balance consolidado de las IFM en su conjunto, se observaron considerables flujos de entrada en el citado tipo de pasivos, paralelamente al fuerte crecimiento monetario.

Por último, si se considera el detalle por sectores de los depósitos a todos los plazos (el agregado para el que se dispone de un detalle sectorial desde 1999, que incluye los depósitos a más largo plazo no incluidos en M3), puede observarse que, durante el primer período, el incremento de la demanda de depósitos (incluidas las cesiones temporales) tuvo su origen, principalmente, en el sector hogares (véase gráfico C). Esto refleja la mayor aversión al riesgo y la mayor preferencia por la liquidez de los hogares tras el estallido de la burbuja de los mercados de valores y la aparición de incertidumbres de carácter geopolítico. En el segundo período, la intensificación del crecimiento de los depósitos a todos los plazos se caracterizó por la contribución cre-

Gráfico C Detalle por sectores de los depósitos del sector privado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

ciente del sector de «otros intermediarios financieros no monetarios», mientras que el impacto de los depósitos de los hogares fue modesto. No obstante, los datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales (es decir, los componentes de M3 para los que se dispone de un detalle por sectores desde el 2003) indican que la contribución de los hogares en este período fue mayor para los depósitos incluidos en M3 que para el total de tenencias de depósitos.

En síntesis, el análisis del detalle por sectores de los depósitos y de los componentes y las contrapartidas de M3 confirma que los dos períodos de intenso crecimiento de M3 registrados en los últimos años, desde el 2001 hasta el primer semestre del 2003, y desde mediados del 2004, fueron de distinta naturaleza. En particular, la fortaleza del crecimiento de los componentes más líquidos y el dinamismo de la demanda de crédito sugieren que los reducidos tipos de interés durante el segundo período han sido un factor esencial como impulsor del crecimiento monetario. En cuanto a las consecuencias para la estabilidad de precios, el primer período de mayor intensidad del crecimiento de M3, en un entorno de incertidumbre financiera y geopolítica excepcional que generó una mayor preferencia por la liquidez, parece que puede explicarse por cambios de comportamiento en la asignación de carteras, y puede considerarse relativamente benigna en lo que respecta a las perspectivas de evolución de los precios; la distinta naturaleza de la vigorosa evolución monetaria desde mediados del 2004 supone un mayor riesgo de presiones inflacionistas de medio a largo plazo.

EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO SE FORTALECIÓ AÚN MAS

En cuanto a las contrapartidas, la evolución monetaria resultó favorecida por el persistente fortalecimiento del crédito de las IFM al sector privado (véase gráfico 8). Esto se debió al pronunciado aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, en un entorno de tipos de interés bajos, de mejores condiciones de oferta del crédito (según se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro), y de acusados incrementos del precio de los activos, sobre todo en el mercado de la vivienda. A finales del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se había elevado hasta el 9,1%, desde el 7,1% de diciembre del 2004. El dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado en el 2005 fue prácticamente generalizado en los principales sectores tenedores de dinero. Aunque la mayor contribución al crecimiento de los préstamos al sector privado fue atribuible al sector hogares, como consecuencia, fundamentalmente, de los préstamos para adquisición de vivienda, el persistente aumento del crecimiento de los préstamos también fue reflejo, en gran parte, de la trayec-

toria de los préstamos a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros.

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo intensa en el 2005, tras haberse fortalecido considerablemente el año anterior. Esta trayectoria apuntaba a una persistente inclinación, por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro, a invertir en activos a más largo plazo de la zona del euro. No obstante, dado el lento crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM en el 2005, en comparación con el 2004, la evolución observada también sugiere que la normalización de los comportamientos en la asignación de carteras de los residentes en la zona del euro, que se caracterizó por un cambio de signo desde activos monetarios líquidos hacia instrumentos a más largo plazo, perdió algo de impulso.

Durante la mayor parte del 2005, la evolución de los pasivos exteriores netos de las IFM siguió caracterizándose por unos flujos interanuales positivos que ejercieron presiones al alza sobre la evolución de M3 (véase gráfico 8). Los datos

de balanza de pagos sugieren que este fenómeno fue reflejo de la mayor propensión de los no residentes en la zona del euro a invertir en valores de renta variable y de renta fija de la zona, en comparación con la inclinación de los residentes en la zona a invertir en el extranjero. Durante el primer semestre del año, este patrón de inversión puede haber estado relacionado con la evolución del tipo de cambio del euro¹.

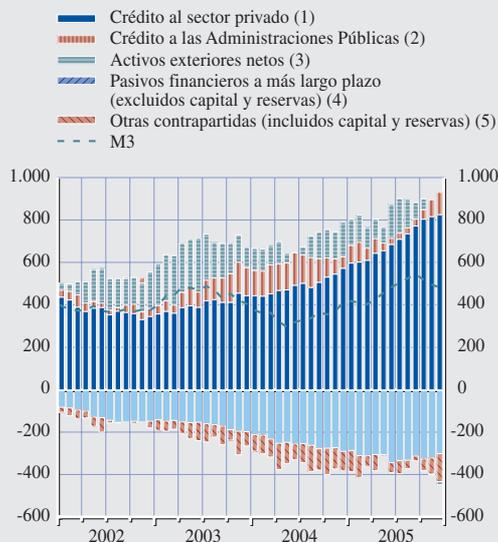
En cambio, en el segundo semestre del año se produjo una sucesión de salidas netas de capital, en términos intermensuales, de la zona del euro debido, posiblemente, al nuevo aumento del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro a los plazos más cortos de la curva de rendimientos. Esta trayectoria puede haber estado asociada a cierto cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios, que hizo que estos fondos se reinvirtieran en valores extranjeros de mayor riesgo, tras una aparente disminución de las reticencias de los inversores de la zona del euro a invertir en el extranjero. Esta dinámica redujo progresivamente los flujos interanuales de los activos exteriores netos de la zona del euro, lo que, en última instancia, provocó que, por primera vez desde diciembre del 2001, esta contrapartida se tornara negativa en noviembre del 2005. Hacia finales de año, el efecto moderador sobre el crecimiento de M3 causado por la evolución de los activos exteriores netos y de los pasivos financieros a más largo plazo compensó con creces el fortalecimiento del crecimiento del crédito.

PERSISTENCIA DE UNA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ HOLGADA

El fortalecimiento de la evolución de M3 en el año 2005 vino a sumarse a la situación de la ya de por sí abundante liquidez de la zona del euro. Las estimaciones disponibles de la situación de liquidez, como las que muestran la brecha monetaria nominal y la brecha monetaria real, que tratan de medir la liquidez disponible por encima de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista, se elevaron aún más en el 2005 (véase gráfico 9). La brecha monetaria nominal se define como la diferencia entre el

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

(flujos anuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido porque son pasivos del sector IFM.

nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado igual a su valor de referencia (4,5%), desde diciembre de 1998, mientras que la brecha monetaria real corrige la brecha nominal por el exceso de liquidez absorbido por la trayectoria anterior de los precios (esto es, la desviación acumulada de las tasas de inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE). Hacia finales de año, ambas medidas mostraron algunas señales de estabilización, aunque continuaron en niveles elevados.

El BCE también ha publicado periódicamente medidas de las brechas monetarias elaboradas a partir de una serie de M3 ajustada, que trata de corregir el impacto estimado de los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios

1 Para conocer más detalles sobre el vínculo entre la evolución del tipo de cambio y los activos exteriores netos de las IFM, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2005.

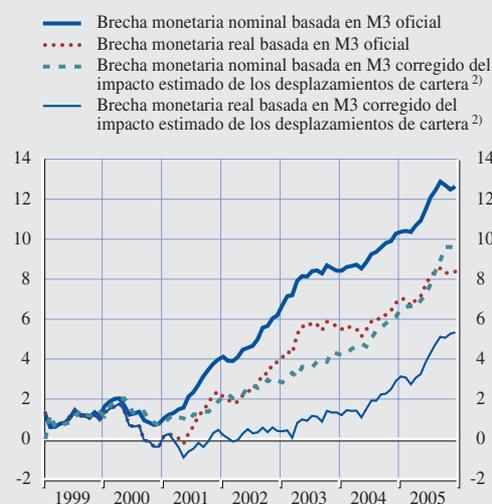
inducidos por la elevada incertidumbre económica y financiera registrada entre el 2001 y el 2003². Estas medidas ajustadas mostraron la misma tendencia alcista en el 2005, pero se mantuvieron considerablemente por debajo de las brechas monetarias correspondientes definidas a partir de la serie de M3 oficial.

No obstante, al realizar una valoración de estas medidas de liquidez se ha de tener presente que son estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. Dado que la elección del período base es, hasta cierto punto, arbitraria, los niveles de estas medidas están sujetos a una elevada incertidumbre y, por lo tanto, deben considerarse con cautela. Además, no se puede descartar totalmente la posibilidad de que la actual situación de liquidez sea reflejo, en cierta medida, de un cambio permanente en el comportamiento de los agentes económicos en lo que respecta a su demanda de dinero, esto es, de una mayor preferencia de carácter estructural por la liquidez y, con ello, de un incremento del nivel deseado de las tenencias de efectivo. Por último, la estimación de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera está sometida a una considerable incertidumbre relacionada con la estimación de las correcciones efectuadas sobre el propio agregado M3.

La considerable incertidumbre al respecto queda claramente evidenciada por la amplitud del rango de estimaciones que proporcionan las cuatro medidas de liquidez analizadas. Sin embargo, a pesar de la incertidumbre, la visión general que se obtiene de estas medidas es la de una situación de liquidez abundante en la zona del euro también en el año 2005. Desde una perspectiva de medio a largo plazo, la holgura de la liquidez plantea riesgos para la estabilidad de precios. Además, el intenso crecimiento monetario y del crédito en un contexto de ya de por sí holgada liquidez conlleva la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

TRAS PERMANECER ESTABLES, LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO AUMENTARON HACIA FINALES DE AÑO

Durante la mayor parte del 2005, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variaciones los tipos de interés oficiales. El 1 de diciembre del 2005, el BCE aumentó en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales aunque, no obstante, permanecían en niveles reducidos en términos históricos. Los tipos de interés del mercado monetario en los plazos más cortos de la curva de rendimientos (como el EURIBOR a un mes que se presenta en el gráfico 10) siguieron de

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

cerca la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables, en niveles ligeramente por encima del 2%, hasta noviembre, mes en que se incrementaron en un entorno de expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales del BCE.

Los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo se mantuvieron prácticamente estables en el primer trimestre del 2005, en niveles ligeramente superiores a los tipos de interés a más corto plazo. En el segundo trimestre del 2005, el EURIBOR a doce meses empezó a descender, de modo que a finales de junio se situaba en el mismo nivel que los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario, e incluso cayó brevemente por debajo de ese nivel. Esta trayectoria a la baja se invirtió hacia finales de julio del 2005 y, a partir de principios del cuarto trimestre, la tendencia alcista de los tipos a más largo plazo se hizo más pronunciada, una evolución que persistió a principios del 2006.

Esta evolución quedó reflejada en la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario. Hacia finales de mayo del 2005, algunas expectativas de recorte de los tipos de interés oficiales del BCE desencadenaron una trayectoria a la baja de los tipos, sobre todo en los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, se tornó negativa en junio, y registró un mínimo de -5 puntos básicos el 23 de junio de 2005. No obstante, las expectativas del mercado de una nueva reducción de los tipos de interés oficiales del BCE se disiparon rápidamente conforme mejoraban las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. Esto se tradujo en un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, que continuó hasta mediados de noviembre, cuando los tipos a corto plazo reaccionaron ante las crecientes expectativas de subida de los tipos de interés oficiales y la curva de rendimientos se aplanó ligeramente. A principios de

Gráfico 10 Tipos de interés a corto plazo y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

este año, los tipos de interés del mercado monetario a más corto plazo se estabilizaron, en general, mientras que los tipos a más largo plazo siguieron elevándose. En consecuencia, en enero del 2006, la pendiente de la curva de rendimientos aumentó hasta situarse en niveles similares a los observados a mediados de noviembre. No obstante, en febrero, esta tendencia se invirtió con una elevación de los tipos a más corto plazo mientras que los tipos a más largo plazo permanecieron prácticamente estables, situándose el 24 de febrero el EURIBOR a un mes y a doce meses en el 2,55% y el 2,96% respectivamente. Con ello, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario volvió a reducirse en 10 puntos básicos durante el mes de febrero.

La volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses disminuyó sustancialmente entre enero y mayo del 2005, indicando que la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo

era muy reducida. Sin embargo, posteriormente, la volatilidad aumentó en dos ocasiones, en junio del 2005 y, de manera más pronunciada, en el cuarto trimestre del 2005. En ambas ocasiones, la mayor volatilidad estuvo relacionada con las expectativas de los mercados de una modificación de los tipos de interés oficiales del BCE. Hacia finales de año y, en particular, tras la decisión del Consejo de Gobierno de subir los tipos de interés el 1 de diciembre, la volatilidad descendió y luego se estabilizó. A principios del 2006, la volatilidad se redujo de nuevo, situándose en niveles muy bajos, en comparación con los observados en el 2005 (véase gráfico 11).

EL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO REGISTRÓ MÍNIMOS HISTÓRICOS EN EL 2005

En el 2005, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro alcanzó su nivel más bajo en un siglo³. Tras registrar un mínimo histórico, el 3,1%, en septiembre del 2005, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro aumentó hasta situarse, a finales de año, en el 3,4%, todavía unos 35 puntos básicos por debajo de los niveles observados a finales del 2004 (véase gráfico 12).

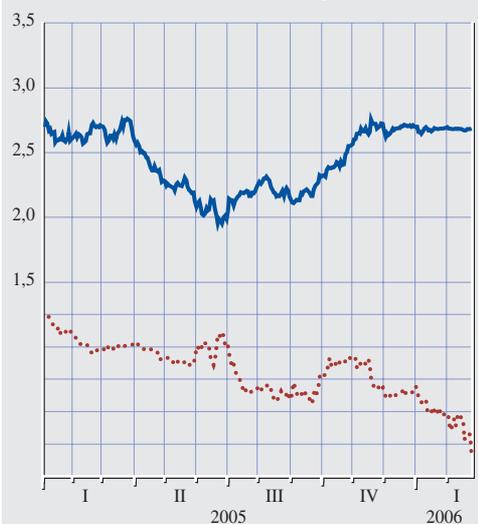
En general, los bajos niveles de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro registrados en el 2005 fueron reflejo de las percepciones de los participantes en el mercado respecto a la moderación de las presiones inflacionistas a largo plazo y al modesto nivel de rendimiento real de los bonos (véase gráfico 13). Las expectativas de inflación a largo plazo, según aparecen reflejadas en las tasas de inflación implícita, fluctuaron dentro de márgenes bastante estrechos en el transcurso del 2005, manteniéndose, por tanto, bien ancladas en niveles relativamente reducidos. El rendimiento real a largo plazo pareció ser resultado no sólo de las revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento a largo plazo, especialmente en el contexto de las intensas subidas de los precios del petróleo (véase el recuadro 2 titulado «Impacto del aumento de los precios del petróleo sobre la renta fija y la renta variable: una comparación histórica entre la zona del euro y

Gráfico 11 Tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses y volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

— Futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2006 (escala izquierda)

..... Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2006 (en porcentaje; escala derecha)



Fuentes: Reuters y Bloomberg.

Estados Unidos»), sino también de la fuerte demanda de deuda pública.

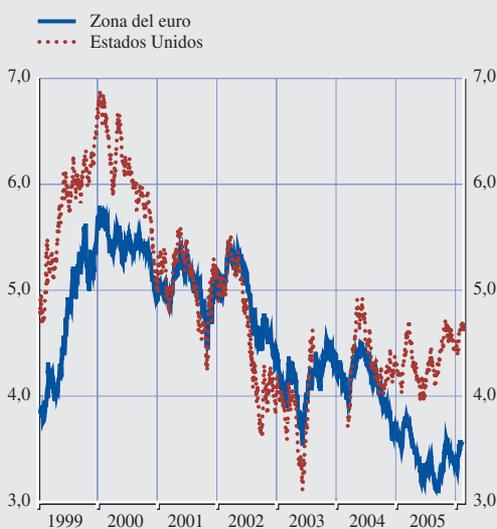
A finales del primer trimestre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro alcanzó el 3,8%, su nivel más alto en el 2005, reflejo, en particular, del aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, ante la existencia de mayores presiones sobre los precios y tras la publicación de datos generalmente favorables respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos.

En el 2005, desde finales del primer trimestre hasta el término del tercero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro reanudó su tendencia decreciente, alcanzando un mínimo histórico, el 3,1%, en los últimos días del tercer trimestre del año. Hasta el final de dicho trimestre, este descenso fue resul-

³ Véase el recuadro titulado «Una perspectiva histórica de los tipos de interés nominales a largo y a corto plazo en los países más grandes de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2005.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo¹⁾

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Bloomberg y Thomson Financial Datastream.
1) Bonos a diez años o con el vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 13 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; excluidas comisiones; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
1) Derivado de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluidos los precios del tabaco.
2) Para una descripción detallada del cálculo, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

tado de la disminución del rendimiento real, mientras que las expectativas de inflación permanecieron moderadas, pese al alza de los precios del petróleo (véase gráfico 13). Parece que la reducción del rendimiento real se puede atribuir sólo en parte a los fundamentos macroeconómicos, es decir, a las perspectivas de crecimiento a largo plazo y, en mayor medida, a otros factores, que están relacionados principalmente con la demanda inusualmente alta de bonos a largo plazo⁴. En la zona del euro, los fondos de pensiones incrementaron sus tenencias de bonos a largo plazo, como consecuencia de cambios normativos y ante la mayor necesidad de casar sus activos con sus pasivos a largo plazo. Desde una perspectiva a más largo plazo, otros cambios estructurales que pueden haber contribuido a rebajar el rendimiento de la deuda pública son la creciente propensión al ahorro de la generación del *baby boom* y el envejecimiento de la población en general. El comportamiento espe-

culativo, es decir, tomar prestado a reducidos tipos de interés a corto plazo e invertir en instrumentos a más largo plazo, puede haber acentuado el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en todos los principales mercados. Ello podría sugerir que el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se redujo, no sólo por el efecto de factores internos, sino también y, en gran medida, por la mayor demanda de bonos de la zona a escala mundial. En este sentido, el aumento de la demanda de bonos por parte de países exportadores de petróleo, la persistente e intensa demanda de bonos por parte de los bancos centrales de países de Asia y de otras áreas, así como la creciente diversifica-

4 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2005.

ción de las reservas exteriores, pueden haber contribuido a ese proceso. Además, no puede descartarse que el reducido nivel de rendimiento de los bonos a largo plazo observado en el 2005 estuviera también relacionado con la abundante liquidez existente en el sistema financiero mundial después de un prolongado período de acomodo de la política monetaria.

A finales del tercer trimestre del 2005, la tendencia a la baja del rendimiento nominal y real de la deuda pública de la zona del euro se interrumpió. El aumento del rendimiento de los bonos nominales a largo plazo y de los bonos indicados con la inflación registrado en el cuarto trimestre del 2005 sugiere que los mercados contaban con una ligera aceleración del ritmo de crecimiento económico de la zona del euro en el corto plazo. El incremento del rendimiento de los bonos nominales y reales a largo plazo de la zona del euro fue también reflejo de las revisiones al alza de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura a corto y medio plazo de los tipos de interés a corto plazo, tal y como parecía indicar el gradual desplazamiento al alza observado en los plazos correspondientes de la curva de tipos *forward* implícitos en el cuarto trimestre del 2005.

En consecuencia, el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó al final del año en el 3,4%, unos 35 puntos básicos por debajo del nivel registrado a finales del 2004. Por el contrario, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se elevó unos 20 puntos básicos durante el mismo período. Así pues, el diferencial entre los tipos de interés a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió de forma significativa en el 2005, alcanzando los 120 puntos básicos a comienzos del cuarto trimestre del 2005, tras haberse situado en 55 puntos básicos a finales del 2004. La disociación de los tipos

de interés a largo plazo fue reflejo de opiniones divergentes entre los participantes en el mercado respecto a las perspectivas macroeconómicas y a las expectativas de tipos de interés a corto plazo en ambas economías. El rendimiento real de los bonos a largo plazo descendió en la zona del euro en el 2005, mientras que ascendió notablemente en Estados Unidos.

Como puede apreciarse en el gráfico 13, en el 2005, las tasas de inflación implícita a largo plazo de la zona del euro fluctuaron dentro de un estrecho margen, comprendido entre el 1,9% y el 2,2%, pese a la subida de los precios del petróleo. A finales del 2005, la tasa de inflación implícita con vencimiento en el 2012 se situó en el 2%, unos 20 puntos básicos por debajo del nivel observado a finales del 2004.

En el 2005, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, que refleja los intervalos de fluctuación a corto plazo del rendimiento de los bonos esperados por los mercados, se mantuvo en los reducidos niveles registrados en el segundo semestre del 2004. Ello indica que, en el 2005, los participantes en el mercado esperaban fluctuaciones a corto plazo bastante limitadas del rendimiento de los bonos en los mercados de renta fija de la zona del euro.

En los dos primeros meses del 2006, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los mercados internacionales. El 24 de febrero, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó 20 puntos básicos por encima del nivel observado a finales del 2005. Este aumento se reflejó en el incremento del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por las tasas de inflación implícita, se mantuvieron prácticamente estables.

Recuadro 2

IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO SOBRE LA RENTA FIJA Y LA RENTA VARIABLE: UNA COMPARACIÓN HISTÓRICA ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se analiza el impacto del incremento de los precios del petróleo sobre las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico y a la inflación, reflejadas en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos. En el análisis se comparan las reacciones de los mercados financieros a la reciente escalada de los precios del petróleo con las registradas en episodios precedentes de fuertes subidas de esos precios. En contraste con lo observado anteriormente, la reacción de la renta fija y de la renta variable ha sido bastante moderada a lo largo del año pasado, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

La «hipótesis de Fisher» ayuda a aclarar por qué y cómo el rendimiento de la deuda pública responde a variaciones de precios del petróleo. Según esta hipótesis, los tipos de interés nominales a largo plazo pueden desglosarse en el tipo de interés real esperado y la prima exigida por los inversores para compensar la inflación esperada a lo largo de la vida del bono. A su vez, el tipo de interés real puede vincularse, entre otras cosas, a las perspectivas medias de crecimiento de la economía a lo largo del plazo de vencimiento del bono, tal y como las perciben los inversores en los mercados de renta fija. Habitualmente, ante un aumento de los precios del petróleo se reducen las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo de los países no productores de petróleo y, al mismo tiempo, se incrementan las presiones inflacionistas y, por ende, las expectativas de inflación. En consecuencia, la reacción del rendimiento nominal de los bonos a una subida de los precios del petróleo a través del «canal de las expectativas» es, en teoría, ambigua, ya que depende del peso relativo de su impacto sobre las expectativas de crecimiento y de inflación.

En el pasado, el rendimiento nominal de los bonos ha tendido a crecer cuando los precios del petróleo alcanzaban niveles muy altos, dado que el aumento de la inflación y de las expectativas de inflación compensaba claramente las presiones a la baja sobre los tipos reales asociadas a la correspondiente fase contractiva del ciclo económico. Las tres primeras líneas del cuadro A muestran las variaciones del rendimiento de los bonos a diez años durante los doce meses anteriores a los máximos de los precios del petróleo registrados durante los *shocks* del petróleo de los años setenta (enero de 1974 y noviembre de 1979), y el máximo alcanzado en octubre de 1990 durante la Guerra del Golfo¹. En efecto, el rendimiento de los bonos a diez años se elevó, en ambos lados del Atlántico, entre 90 y 180 puntos básicos en Alemania, y entre 50 y 150 puntos básicos en Estados Unidos. Durante estos episodios históricos, la inflación observada aumentó considerablemente en las dos economías, disparando las expectativas de inflación entre los inversores. Con toda probabilidad, la recesión económica que caracterizó estos episodios ejerció también presiones a la baja sobre los tipos de interés reales. Así pues, el pronunciado incremento del rendimiento nominal de los bonos sugiere que las mayores expectativas de inflación compensaron con creces la posible reducción de los tipos de interés reales a largo plazo.

Sin embargo, durante la reciente escalada de los precios del petróleo los tipos de interés a largo plazo reaccionaron de forma muy distinta, especialmente en la zona del euro (véase la cuarta

¹ Se considera que el rendimiento de los bonos alemanes a diez años es representativo del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro en esos tres períodos.

línea del cuadro A). En los periodos de doce meses anteriores al máximo de los precios del petróleo registrado en septiembre del 2005, el rendimiento de los bonos a diez años disminuyó unos 90 puntos básicos en la zona del euro, y aumentó 20 puntos básicos en Estados Unidos. Ello parece ser debido a que, en comparación con anteriores perturbaciones de los precios del petróleo, esta vez la inflación observada y la esperada se han mantenido bastante estables. En efecto, como puede apreciarse en el cuadro A, las tasas de inflación implícita a diez años, aún siendo una medida imperfecta de las expectativas de inflación,

sólo han variado ligeramente durante el período considerado². Además, parece que el incremento de los precios del petróleo ha provocado también algunas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento de los participantes en el mercado, con la consiguiente reducción de los tipos de interés reales a largo plazo. Durante el período anterior al máximo de los precios del petróleo registrado en septiembre del 2005, en la zona del euro el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación disminuyó unos 80 puntos básicos, mientras que en Estados Unidos existen escasas evidencias de que se haya producido una reacción similar (véase cuadro A). Por lo tanto, el descenso del rendimiento nominal de los bonos a largo plazo de la zona del euro observado durante ese período es reflejo, principalmente, del menor rendimiento real de los bonos, siendo así que las expectativas de inflación apenas experimentaron cambios. Por otro lado, la mayor credibilidad y previsibilidad de los bancos centrales puede haber contribuido a reducir la incertidumbre, y también a moderar las variaciones del rendimiento de los bonos a lo largo del año pasado. Sin embargo, si se pretende explicar la relación entre el comportamiento reciente del rendimiento de los bonos a largo plazo y el de los precios del petróleo solamente a través del impacto de los precios del petróleo sobre las expectativas de crecimiento y de inflación de los participantes en el mercado, no se tienen en cuenta varios factores adicionales que podrían haber influido directamente en ambas variables³.

Las cotizaciones bursátiles también pueden verse afectadas por la evolución de los precios del petróleo. En teoría, el precio de una acción es igual a la suma de los futuros dividendos esperados descontados por el tipo de interés sin riesgo y la prima de riesgo exigida por los inversores por la tenencia de la acción. En la valoración, los futuros dividendos esperados pueden sustituirse por las expectativas de beneficios, si se supone que una determinada proporción de los beneficios se pagará en forma de dividendos. Las variaciones de precios del petróleo pueden influir en los tres componentes. Por ejemplo, el incremento de los costes de la energía puede provocar un menor crecimiento de los beneficios esperados de algunas empresas, y un mayor crecimiento de los beneficios esperados de otras empresas que tienden a verse favorecidas por el alza de los precios del petróleo, como las compañías de exploración petrolífera. Con frecuencia se utiliza el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo como variable para aproximar el

Cuadro A Variaciones del rendimiento de los bonos a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos en los períodos de doce meses anteriores a máximos de los precios del petróleo

(en puntos básicos)

	Zona del euro	Estados Unidos
Ene. 1973 – Ene. 1974	91	46
Nov. 1978 – Nov. 1979	117	152
Oct. 1989 – Oct. 1990	176	73
Sep. 2004 – Sep. 2005	-89	20
<i>De las cuales:</i>		
Interés real a largo plazo	-79	-4
Inflación implícita a largo plazo	-10	24

Fuentes: BPI, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Para la zona del euro, en los tres primeros períodos se utilizan datos de bonos alemanes.

2 El mercado de bonos indicados con la inflación es un hecho bastante reciente, por lo que no es posible realizar este desglose para los tres períodos anteriores de máximos de los precios del petróleo.

3 Por ejemplo, es probable que la evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo fuese también resultado de varios factores determinantes de las primas de riesgo incorporadas en el rendimiento de los bonos. Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2005.

tipo de interés real sin riesgo, y las variaciones de precios del petróleo pueden influir también en este componente. Por último, en períodos de acusadas subidas de los precios del petróleo, suele crecer la incertidumbre de los inversores respecto a las perspectivas de beneficios empresariales, lo que puede llevarles a exigir una prima de riesgo más alta para los valores de renta variable. Aunque algunos de los componentes pueden ejercer influencias contrapuestas, precios del petróleo elevados y al alza tienden, generalmente, a afectar negativamente a las cotizaciones bursátiles, ya que los posibles factores positivos, quedan normalmente eclipsados por los futuros efectos adversos sobre la rentabilidad percibida de la empresa (véanse la tres primeras líneas del cuadro B).

Cuadro B Variaciones de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos en los períodos de doce meses anteriores a máximos de los precios del petróleo

(en porcentaje)

	Zona del euro	Estados Unidos
Ene. 1973 – Ene. 1974	-2	-19
Nov. 1978 – Nov. 1979	2	3
Oct. 1989 – Oct. 1990	-1	-9
Sep. 2004 – Sep. 2005	30	12

Fuentes: Datastream, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: El índice bursátil utilizado en el cálculo es el índice bursátil general de Datastream.

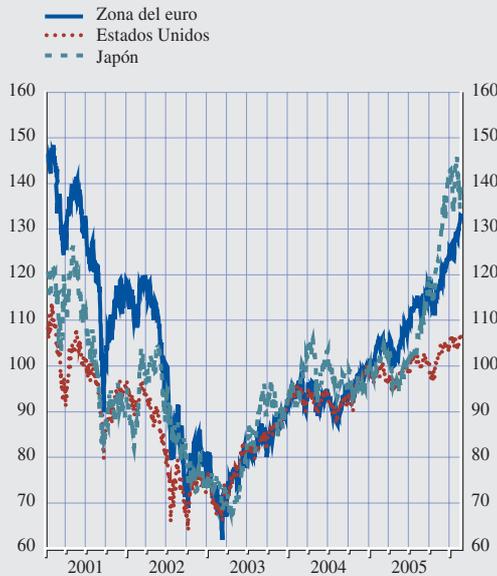
El cuadro B recoge la rentabilidad anual de los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos durante los mismos cuatro períodos de subidas máximas de los precios del petróleo. Se observan marcadas diferencias entre los datos correspondientes al período más reciente y los de los períodos anteriores. Mientras que las dos perturbaciones de los precios del petróleo de los años setenta y el máximo alcanzado a comienzos de los años noventa coincidieron con una rentabilidad relativamente modesta de las inversiones bursátiles, en el período comprendido entre septiembre del 2004 y septiembre del 2005 las cotizaciones bursátiles subieron, especialmente en la zona del euro. En consecuencia, en el episodio más reciente, los participantes en el mercado parecen haber atribuido menos importancia a los factores relacionados con el precio del petróleo que tienden a influir en las cotizaciones bursátiles.

Una razón para ello podría ser que, en comparación con los años setenta y comienzos de los ochenta, en el periodo más reciente las economías maduras dependen mucho menos del petróleo y los recientes aumentos de precios del crudo han respondido en mayor medida al impulso originado por factores del lado de la demanda, alentada por la favorable situación económica mundial. Por otra parte, parecen existir menos riesgos de escalada en las negociaciones salariales y de espirales de inflación y salarios que en anteriores perturbaciones de los precios del petróleo. Por lo que se refiere a los resultados relativos, el hecho de que se obtuvieran mayores ganancias en los mercados bursátiles de la zona del euro que en los de Estados Unidos en el período 2004-2005 refleja, en parte, el mayor descenso de los tipos de interés reales a largo plazo registrado en la zona del euro (véase cuadro A).

En resumen, contrariamente a los episodios históricos de máximos de los precios del petróleo, los mercados de renta fija y de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos reaccionaron de forma más moderada ante la última escalada de estos precios. El descenso del rendimiento real de los bonos indicados con la inflación en la zona del euro parece indicar que los altos niveles de precios del petróleo observados recientemente pueden haber suscitado cierta inquietud respecto a las perspectivas de crecimiento económico de la zona, aunque no se puede descartar la influencia de otros factores estructurales y coyunturales. Por lo que se refiere a la estabilidad de la tasa de inflación implícita de la zona del euro, no se puede excluir que la mayor credibilidad que han ganado los bancos centrales, al proporcionar un entorno de inflación reducida y estable, haya contribuido también a potenciar la resistencia de los precios de los activos financieros a la última perturbación de los precios del petróleo.

Gráfico 14 Índices bursátiles

(índice: 31 de diciembre de 2004 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.
 Nota: Los índices utilizados son: el Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, el índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el índice Nikkei 225 para Japón.

Gráfico 15 Crecimiento efectivo y esperado de los beneficios empresariales por acción

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Notas: Crecimiento de los beneficios por acción del índice Dow Jones EURO STOXX.
 1) Crecimiento de los beneficios por acción registrado en doce meses.
 2) Crecimiento de las expectativas de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista.
 3) Crecimiento de las expectativas de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista.

LAS COTIZACIONES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO SIGUIERON SUBIENDO EN EL 2005

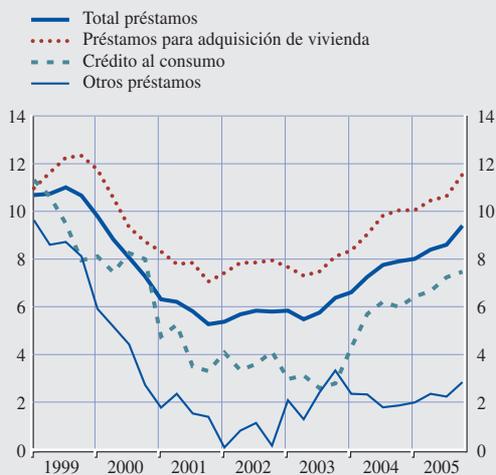
En el 2005, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro mantuvieron la tendencia al alza que venían mostrando desde principios del 2003 (véase gráfico 14). El índice Dow Jones EURO STOXX cerró el año con una ganancia del 23%, con respecto al nivel registrado al final del año anterior. Este resultado fue inferior al del índice Nikkei 225 y superior al del índice Standard & Poor's 500, que experimentó fluctuaciones laterales en el 2005. Aparte de la evolución relativa de los tipos de interés, los peores resultados de los mercados bursátiles estadounidenses pueden haber sido consecuencia, en cierta medida, de la evolución del tipo de cambio en el 2005, año en el que el dólar estadounidense se apreció un 13% y un 15% frente al euro y al yen japonés, respectivamente.

Los buenos resultados de los mercados de renta variable de la zona del euro alcanzados en el 2005 parecieron ser reflejo de varios factores, entre los que cabe destacar la reducción de los tipos de interés a largo plazo, que actúan como factor de descuento para los futuros flujos de caja esperados, y el continuado aumento, con tasas de crecimiento de dos dígitos, de los beneficios reales por acción (véase gráfico 15). En general, los analistas de los mercados de renta variable revisaron al alza sus estimaciones de beneficios. La escasa volatilidad de los mercados de renta variable, indicativa del reducido grado de incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas a corto plazo de estos mercados, pareció brindar también un entorno favorable para la evolución de las cotizaciones bursátiles.

Las ganancias bursátiles sólo fueron atenuadas, en parte, por factores potencialmente negativos,

Gráfico 16 Préstamos de las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

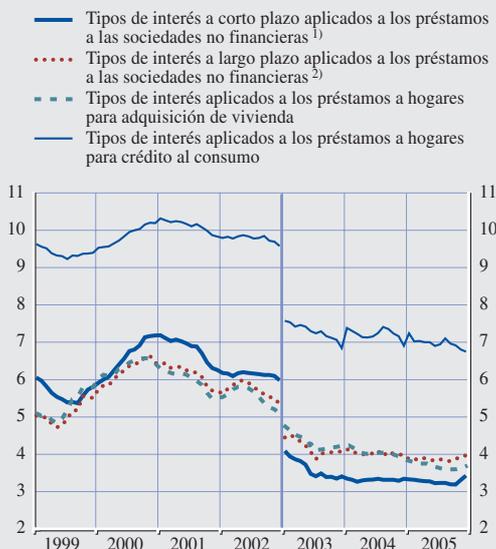
como las perspectivas económicas menos optimistas originadas por la fuerte subida de los precios del petróleo (véase recuadro 2).

Por sectores, el aumento de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro observado en el 2005, fue más notable en los del petróleo y el gas (en consonancia con el vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales, resultante, en gran parte, de la evolución de los precios del petróleo), así como en el sector financiero. De los diez sectores económicos del índice Dow Jones EURO STOXX, sólo el sector de telecomunicaciones obtuvo, a finales del 2005, resultados inferiores a los registrados un año antes. El sector de servicios de consumo y el sector sanitario también tuvieron resultados peores que los del índice general en el 2005, lo que sugiere que las perspectivas de beneficios de las empresas que dependen más del consumo privado fueron comparativamente menos favorables.

A comienzos del 2006, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en los mercados internacionales. Hasta el 24 de febrero de 2006, el índice Dow Jones EURO STOXX se elevó un 8%, en comparación con finales del 2005. El índice Standard & Poor's 500 y el índice Nikkei

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

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: Datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela hasta diciembre del 2002, y sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones, excluidos descubiertos en cuenta, a partir de enero del 2003 (ponderados desde diciembre del 2003). Para más información sobre las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y sobre el método de ponderación utilizado, véanse el recuadro 2 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2003 y el recuadro 3 de la edición de agosto del 2004.

1) Para el período anterior al 2003, tipo de interés aplicado a los préstamos hasta un año a las empresas. A partir de enero del 2003, tipo de interés aplicado a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año.

2) Para el período anterior al 2003, tipo de interés aplicado a los préstamos a más de un año a las empresas. A partir de enero del 2003, tipo de interés aplicado a los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación del tipo superior a un año.

225 registraron menores ganancias durante el mismo período. Estas subidas pueden explicarse por el sólido crecimiento de los beneficios empresariales, junto con la mayor propensión a invertir en valores de renta variable.

INTENSA DEMANDA DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES

En el 2005 continuó la tendencia al alza del endeudamiento de los hogares observada desde mediados del 2003, como consecuencia del intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y de la creciente y

sólida expansión del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se incrementó hasta el 9,4% en diciembre del 2005, desde el 7,9% de finales del 2004. Al mismo tiempo, la evolución en el ámbito de la zona del euro tiende a ocultar diferencias entre países (véase el recuadro 3, titulado «Diferencias en el crecimiento de los préstamos a hogares en los países de la zona del euro»).

La evolución de los préstamos concedidos por otros intermediarios financieros a los hogares, que el año anterior fue mucho más vigorosa que la de los préstamos de las IFM, se moderó considerablemente en el 2005, lo que dio lugar a la convergencia de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares con la del crédito de las IFM a este sector.

Si se considera el detalle de los préstamos de las IFM a los hogares por finalidades, el fuerte endeudamiento de los hogares parece haber pasado a ser más generalizado en las distintas categorías de préstamos en el 2005 que el año anterior. No obstante, la evolución de los préstamos siguió estando impulsada, en gran medida, por la elevada demanda de préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 16). Es probable que la actual fortaleza del endeudamiento hipotecario esté vinculada a la nueva reducción de los tipos de interés hipotecarios en la zona del euro y a la vigorosa trayectoria del mercado de la vivienda en muchas regiones (véase la sección 2.3 de este capítulo).

Los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios continuaron descendiendo en el

2005 con respecto a los ya reducidos niveles de años anteriores (véase gráfico 17). Por ejemplo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años cayeron 13 puntos básicos durante el año, hasta situarse en el 3,7% en diciembre del 2005.

Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sugieren que aunque el acusado crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda se vio impulsado, fundamentalmente, por la elevada demanda de los hogares, también puede haber estado relacionado con una cierta relajación de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda por parte de las entidades de crédito en el primer y tercer trimestres del 2005. Esa relajación de los criterios de concesión del crédito y la pronunciada demanda fueron reflejo, en parte, de una valoración cada vez más positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda por parte de las entidades de crédito y de los prestatarios.

A pesar del relativamente moderado crecimiento del gasto nominal en consumo en el conjunto de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo siguió una tendencia al alza en el 2005, registrando una tasa del 7,5% en el último trimestre del 2005. Este fortalecimiento es acorde con los reducidos tipos de interés del crédito al consumo vigentes en el 2005, y también resulta confirmado por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, que apuntan a una relajación de los criterios de concesión.

RECUADRO 3

DIFERENCIAS EN EL CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS A HOGARES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares de la zona del euro ha estado aumentando a un ritmo bastante constante desde mediados del 2003, y a finales del 2005, se situaba en el 9,4%. No obstante, la sólida trayectoria de este tipo de préstamos en la zona tiende a ocultar considerables diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos países

que la forman. En este recuadro se consideran estas diferencias en términos de medidas de dispersión estadística y se explican algunos de los motivos de las variaciones entre países.

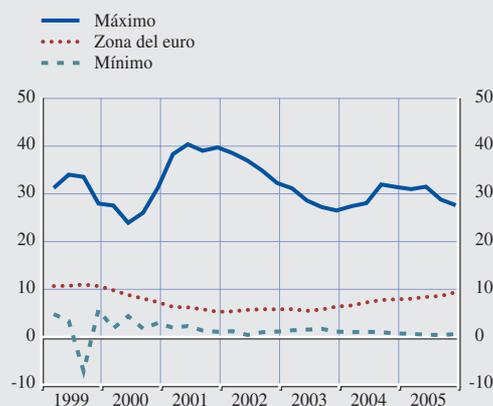
Medición de las diferencias en el crecimiento de los préstamos a hogares entre los países de la zona del euro

Las diferencias entre países en el crecimiento de los préstamos a hogares pueden analizarse aplicando diversos enfoques. En el gráfico A, se presenta el rango entre la tasa de crecimiento más alta y la más baja del total de préstamos de las IFM a los hogares entre los países de la zona del euro en el período transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM. En general, este intervalo ha sido muy elevado, superior a 30 puntos porcentuales en varias ocasiones. Aunque las tasas de crecimiento interanual de los países que han experimentado la expansión más rápida de los préstamos fluctuaron entre el 25% y el 40%, en los países en los que se ha registrado el crecimiento más bajo durante el período de referencia, la evolución del endeudamiento de los hogares resultó ser muy contenida, y ocasionalmente cayó por debajo de cero. La comparación de esta evolución con unas tasas de crecimiento entre el 5% y el 10% registradas para el conjunto de la zona del euro sugiere que los países con las tasas de crecimiento más elevadas fueron «atípicos» y/o que sólo tienen una ponderación relativamente reducida en el saldo vivo de los préstamos a hogares totales de la zona del euro.

El gráfico B muestra la dispersión entre países del crecimiento interanual de los préstamos en el período comprendido entre 1999 y el 2005, medida por el coeficiente de variación ponderado, tomando en consideración la ponderación de los países individuales en la agregación de la zona del euro. Esta medida tiene la ventaja de que está menos sujeta a la influencia de valores atípicos. No obstante, en términos generales, la evolución de las dos medidas de dispersión ha sido bastante similar desde 1999: después de registrar un máximo a mediados del 2002, la dispersión entre países del crecimiento de los préstamos a los hogares pareció disminuir ligeramente en el 2003 y posteriormente se estabilizó, en general, en niveles superiores a los observados en 1999.

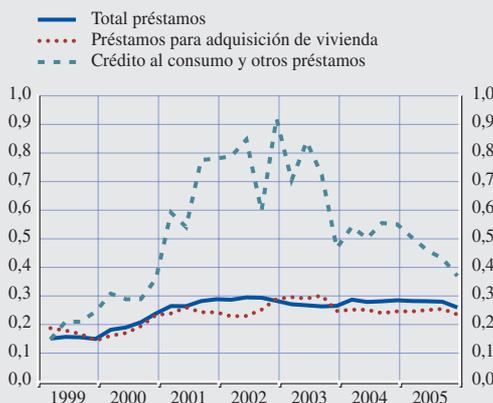
Gráfico A Rango de crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico B Coeficiente de variación ponderado del crecimiento anual de los préstamos a los hogares en los países de la zona del euro



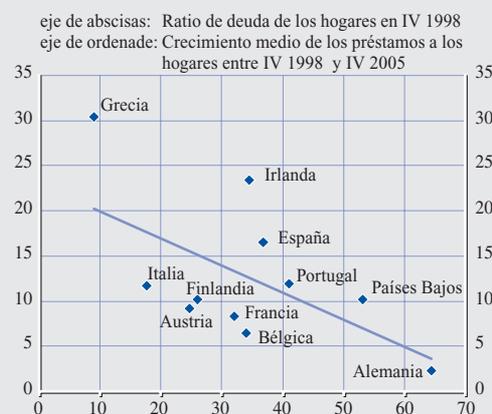
Fuente: BCE.

Nota: El coeficiente de variación ponderado de una variable es la relación entre la desviación típica ponderada y su mediana ponderada. Las ponderaciones se basan en la participación de un país en la categoría de préstamos correspondiente.

El total de préstamos de las IFM a los hogares puede descomponerse en préstamos para adquisición de vivienda, crédito al consumo y otros préstamos. Como se muestra en el gráfico B, el coeficiente de variación ponderado de los préstamos hipotecarios se incrementó hasta finales del 2002, si bien se ha mantenido bastante estable desde entonces. Dada el elevado porcentaje de préstamos hipotecarios en el total de préstamos de las IFM a los hogares (próximo al 70% a finales del 2005), la dispersión del crecimiento de los préstamos hipotecarios determina, en gran parte, la dispersión del crecimiento total de los préstamos a hogares. El coeficiente de variación ponderado del crecimiento del crédito al consumo y de otros préstamos ha sido mucho más errático en el pasado que el del crecimiento de los préstamos hipotecarios. No obstante, también parece haber estabilizado recientemente, aunque en un nivel considerablemente más elevado que el coeficiente de variación ponderado del crecimiento de los préstamos hipotecarios.

Gráfico C Crecimiento medio del total de préstamos de las IFM a los hogares y endeudamiento de los hogares en la zona del euro

(eje de abscisas: en porcentaje del PIB; eje de ordenadas: tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Luxemburgo se ha excluido del gráfico, debido a la elevada participación de los préstamos transfronterizos en el total de préstamos a los hogares.

Crecimiento de los préstamos a hogares y diferencias en los niveles de endeudamiento de los países de la zona del euro

Las discrepancias entre países de las tasas de crecimiento registradas por los préstamos a hogares en los últimos años pueden deberse a una variedad de factores, entre los que se incluyen las divergencias en la situación financiera de los hogares y en el grado de convergencia de los tipos de interés con anterioridad a la Unión Monetaria, y las diferencias en la estructura de los mercados financieros, sobre todo en lo que respecta al crédito hipotecario, así como en los determinantes económicos fundamentales del endeudamiento de los hogares, principalmente la evolución de los mercados inmobiliarios y del precio de la vivienda.

En el gráfico C se presenta el crecimiento interanual medio del total de préstamos de las IFM a los hogares en los países de la zona del euro durante el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1998 y el cuarto trimestre del 2005, en relación con el nivel de endeudamiento de los hogares en los distintos países a finales de 1998. Al iniciarse la tercera fase de la UEM, los países de la zona del euro mostraban considerables variaciones en el endeudamiento de los hogares, medido por los préstamos de las IFM en relación con el PIB. El gráfico muestra que los países con unas ratios de deuda inicialmente más bajas han experimentado, en promedio, un crecimiento de los préstamos más intenso que aquéllos con unas ratios de deuda iniciales más elevadas. Por consiguiente, puede que parte de las discrepancias constatadas en el crecimiento medio de los préstamos desde 1999 sean reflejo de un proceso de «convergencia» de las ratios de deuda a medida que confluyen los niveles de los tipos de interés y de inflación.

La estructura de los mercados financieros también variaba sustancialmente entre países en 1999 y, por ello, es probable que haya contribuido a las diferencias registradas en los niveles iniciales

de endeudamiento de los hogares. En el caso de los mercados hipotecarios, esta variación queda reflejada, por ejemplo, en las diferencias observadas en los productos disponibles en lo que respecta a factores como el plazo de vigencia de los contratos, la aplicación de tipos de interés fijos o variables, y las ratios medias y máximas de la relación entre el principal y la garantía. Aunque la liberalización de los mercados financieros y la mayor competencia entre los intermediarios financieros han sido predominantes en los últimos años, el impacto de estos cambios estructurales en los mercados financieros ha sido más profundo en algunos países de la zona del euro que en otros, como consecuencia del distinto punto de partida y del ritmo y del alcance de las reformas acometidas. Esto se ha traducido, por ejemplo, en una reducción más acusada en unos países que en otros de los márgenes de tipos de interés y de otros costes de endeudamiento, así como en un abanico más

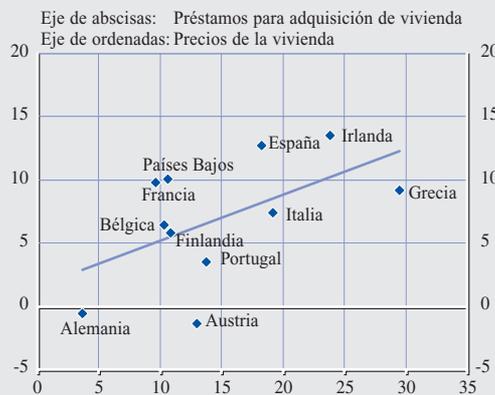
amplio de productos hipotecarios innovadores y diversificados, por ejemplo, la disponibilidad de préstamos a treinta años, e incluso a cincuenta años, y la aparición del tipo de interés variable «acordeón» y de hipotecas «sin amortización», lo que ha permitido que más hogares accedan a financiación para la adquisición de vivienda. Por ello, las variaciones entre países en la evolución del endeudamiento de los hogares pueden deberse, en cierta medida, a la heterogeneidad en el nivel y en la tasa de variación de la sofisticación y profundidad de los mercados financieros.

Aunque la Unión Monetaria ha traído consigo un tipo de interés a corto plazo uniforme, las variaciones entre países en la trayectoria del endeudamiento de los hogares también reflejan la heterogeneidad de la evolución macroeconómica de los países de la zona del euro. Esto ha sido especialmente patente en la evolución de los mercados inmobiliarios. Como se muestra en el gráfico D, en varios países (por ejemplo, Irlanda y España) el precio de la vivienda ha aumentado con gran rapidez desde 1999, mientras que otros (como Alemania y Austria) se han caracterizado por la estabilidad del precio de la vivienda. Dado que el crédito hipotecario es el principal componente del endeudamiento total de los hogares y que está directamente relacionado con el dinamismo de la evolución del mercado de la vivienda, las considerables diferencias en la trayectoria de los precios inmobiliarios quedan reflejadas en la heterogeneidad de las tasas de crecimiento de los préstamos a los hogares. A su vez, las divergencias en el crédito al consumo pueden tener su origen en los diferentes patrones de la renta disponible de los hogares y del consumo privado en los distintos países.

En síntesis, el crecimiento interanual del total de préstamos de las IFM a los hogares registró considerables diferencias en los distintos países de la zona del euro entre 1999 y el 2005. La evidencia también demuestra que estas divergencias entre países han sido de carácter persistente. Aunque la convergencia en el nivel de inflación y de los tipos de interés con anterioridad al comienzo de la UEM, y con ello el impacto inherente al paso a un entorno creíble de inflación reducida al principio de la tercera fase, puede contribuir a explicar las variaciones

Gráfico D Evolución del mercado de la vivienda y préstamos en la zona del euro entre 1999 y 2004

(tasas medias de crecimiento interanual, en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Luxemburgo se ha excluido del gráfico, debido a la elevada participación de los préstamos transfronterizos en el total de préstamos a los hogares.

entre países, las distintas experiencias desde la introducción del euro, sobre todo en lo que respecta a la evolución del mercado de la vivienda y a los cambios en la estructura de los mercados financieros, también han desempeñado un destacado papel. Naturalmente, es posible que otros factores también hayan contribuido a las variaciones constatadas entre países en el crecimiento de los préstamos a los hogares, entre los que se incluyen, por ejemplo, las divergencias en la evolución de la renta y del consumo privado, así como en la demografía y en la actitud ante la vivienda propia en los distintos países, los diferentes tratamientos de las deducciones fiscales de los pagos de intereses, los impuestos sobre plusvalías aplicados a las ganancias obtenidas con la venta de viviendas y la titulización de hipotecas. Las diferencias en los progresos realizados en la modelización del sector financiero, que han aumentado la capacidad de las entidades de crédito para valorar la evolución del mercado y el riesgo de crédito, también pueden explicar parte de las disparidades observadas.

AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

Como consecuencia de la persistente e intensa evolución ascendente del endeudamiento, la deuda de los hogares en relación con la renta disponible aumentó de nuevo en el 2005 (véase gráfico 18). No obstante, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro se mantuvo por debajo del registrado en otros países industrializados, como Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Además, a pesar del incremento del endeudamiento, la carga total de la deuda del sector hogares (pagos de intereses más devoluciones del principal en relación con la renta disponible) prácticamente no registró variaciones. La mayor carga que representó la devolución de la deuda relacionada con el acusado crecimiento de los préstamos en los últimos años se ha visto más o menos compensada por el menor porcentaje de la renta que es necesario dedicar al pago de intereses en un entorno de tipos de interés reducidos.

No obstante, el mayor endeudamiento ha incrementado la exposición de los hogares a variaciones de los tipos de interés, de la renta y del precio de los activos. Además, al valorar estos datos agregados, se ha de tener en cuenta que representan la media del sector hogares del conjunto de la zona del euro y que la ratio de carga financiera de los hogares que tienen una hipoteca sería más elevada. Por otra parte, la carga financiera puede variar en los distintos países de la zona del euro, así como entre hogares con distintos niveles de renta. Por último, parte de

la incertidumbre está relacionada con el hecho de que el porcentaje de la deuda hipotecaria que está expuesta a cambios en las condiciones vigentes de los tipos de interés depende de aspectos específicos de los contratos hipotecarios subyacentes, que difieren sustancialmente en la zona del euro.

PERSISTENCIA DEL REDUCIDO COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras, calculado ponderando las distintas fuentes de financiación externa a partir de sus saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración), siguió siendo reducido, en términos históricos, en el 2005 (véase gráfico 19)⁵. La financiación mediante deuda de las sociedades no financieras se incrementó sustancialmente, debido a su muy reducido coste, al tiempo que la emisión de acciones cotizadas sólo se elevó ligeramente en el segundo semestre del año.

En cuanto a los componentes del coste real de la financiación externa, los tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras descendieron ligeramente hasta el segundo trimestre del 2005 (véase gráfico 17). Esta evolución se debió a la nueva caída del rendimiento de la

⁵ Para una descripción detallada de la medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005.

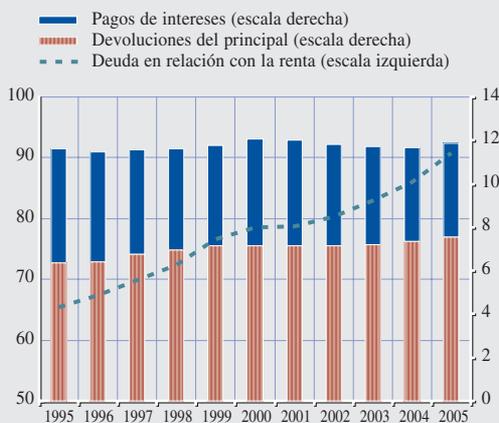
deuda pública a corto y a medio plazo en el primer semestre del año. El aumento del rendimiento de la deuda pública en el segundo semestre del año sólo se reflejó parcialmente en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos, lo que indica una traslación lenta de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios. En el cuarto trimestre, el coste real de los préstamos bancarios prácticamente no varió y continuó en niveles reducidos, tras haber registrado un ligero incremento en el tercer trimestre. En general, el bajo coste real de estos préstamos está relacionado con una valoración positiva del riesgo de crédito de las sociedades no financieras por parte de las entidades de crédito. Esto también lo indicaban los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, en la que las entidades participantes señalaron que, en el 2005, se había producido una relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación del

crédito a las empresas, o que prácticamente no se habían modificado.

En el 2005, la volatilidad del coste real de los valores de renta fija fue superior a la de los préstamos bancarios. El coste real de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se incrementó hasta mediados del segundo trimestre del año, desde el mínimo registrado en el primer trimestre. Esta trayectoria estuvo relacionada con la ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada, atribuible, principalmente, a una serie de acontecimientos específicos relacionados con empresas que afectaron, fundamentalmente, al sector automovilístico. Posteriormente, el coste real de los valores de renta fija cayó hasta el tercer trimestre, debido, principalmente, a un proceso de corrección durante el segundo y tercer trimestres del incremento registrado en los diferenciales de los valores de renta fija privada en el

Gráfico 18 Deuda y carga financiera de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible)

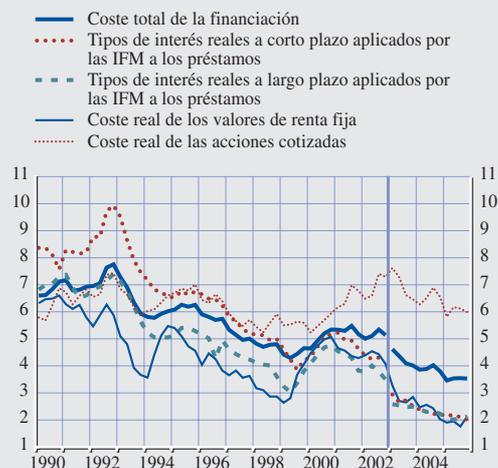


Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al 2005 son estimaciones.

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

(en porcentaje)



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

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

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

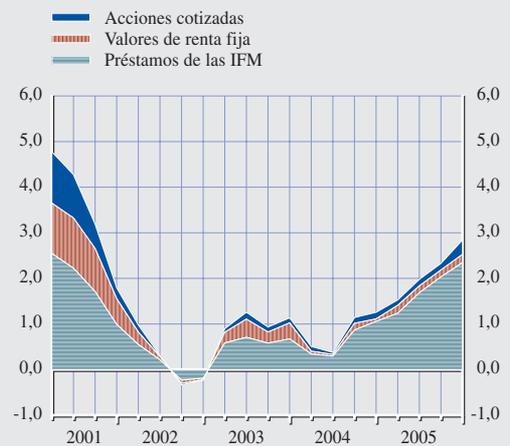
(en porcentaje)



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

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

(tasas de variación interanual)



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

trimestre anterior; sin embargo, en el cuarto trimestre del 2005, se elevaron de nuevo. Esto se debió, en gran parte, a la subida de los tipos de interés de mercado en la segunda mitad del año, y al incremento de los diferenciales de los valores de renta fija privada en el último trimestre. A finales del 2005, su nivel era algo más elevado que a finales del 2004, pero seguía siendo muy bajo en términos históricos.

En el 2005, el coste real de las acciones cotizadas de las sociedades no financieras se mantuvo en niveles considerablemente más elevados que el coste real de la financiación mediante deuda, y, en general, se situó en niveles cercanos a su media para el período transcurrido desde 1995. Durante el primer semestre del año, el coste real de las acciones cotizadas se incrementó ligeramente. Esto puede haberse debido al hecho de que la rentabilidad prevista de las sociedades no financieras, que fue superior a la esperada, no se tras-

ladó totalmente a los precios de los mercados de valores, o a que se registró un aumento de la prima de riesgo de las acciones. No obstante, hacia finales del 2005, el coste real de las acciones cayó hasta situarse aproximadamente al mismo nivel que a principios de año, principalmente como consecuencia de la positiva evolución de los mercados bursátiles.

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

Las sociedades no financieras incrementaron considerablemente su demanda de financiación externa en el 2005. Esto ocurrió en un contexto de niveles elevados de rentabilidad empresarial en dicho año (con la consiguiente ampliación de las posibilidades de financiación interna), tras un acusado incremento de la rentabilidad en el 2003 y en el 2004, según indicaban los estados financieros agregados de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro (véase

gráfico 20)⁶. Un factor clave en la mejora de la rentabilidad fue la reducción de los gastos de explotación en relación con las ventas. Aunque se preveía una expansión del crecimiento de los beneficios empresariales para el período de doce meses a un año vista comprendido entre febrero y octubre del 2005, hacia finales de ese año, las medidas de la rentabilidad de los valores de renta fija, indicaban que se esperaba que el aumento de la rentabilidad de las grandes empresas cotizadas se modere ligeramente en los próximos doce meses. Al mismo tiempo, las expectativas de rentabilidad empresarial continuaron siendo relativamente elevadas.

A lo largo del año 2005, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras se elevó considerablemente, hasta el 2,8% en el cuarto trimestre, desde el 1,3% de finales del 2004. Esta evolución se vio favorecida, principalmente, por un acusado aumento de la contribución de los préstamos, al tiempo que el incremento de la contribución de los valores de renta fija y de las acciones cotizadas fue más moderado (véase gráfico 21).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se incrementó hasta el 8% en diciembre, desde el 5,4% de finales del 2004. En el primer semestre del año, este aumento se debió, en gran parte, a la evolución de los préstamos a corto plazo. Sin embargo, en el segundo semestre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo repuntó con fuerza. Aunque los préstamos a corto plazo se utilizan con frecuencia como capital circulante, los préstamos a largo plazo suelen estar, en general, más estrechamente vinculados a la inversión empresarial. En consonancia con esta evolución, en las encuestas sobre préstamos bancarios de octubre del 2005 y enero del 2006 se señalaba que la inversión en capital fijo contribuyó a un incremento de la demanda neta de préstamos o líneas de crédito por parte de las empresas. Además, la tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo aumentó considerablemente en el segundo y tercer trimestres del 2005. A este res-

pecto, es posible que las sociedades no financieras hayan querido beneficiarse del reducido coste de la financiación y de unos criterios de aprobación del crédito para gasto empresarial relativamente laxos.

Los datos disponibles para el período comprendido hasta finales del tercer trimestre del 2005 indicaban que, a diferencia de los préstamos de las IFM, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo negativa. Esto puede seguir siendo atribuible a las modificaciones de la normativa fiscal de un país de la zona del euro, lo que dio lugar a cierta actividad de sustitución de los préstamos entre empresas relacionadas por acciones no cotizadas.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continuó siendo reducida, en general, en el 2005. Tras recuperarse en el primer trimestre, debido, en cierta medida, a un incremento de las fusiones y adquisiciones, la citada tasa disminuyó en el segundo y tercer trimestres, y continuó siendo modesta en el último trimestre del 2005. Entre las posibles causas de la, en general, relativamente reducida emisión neta de valores distintos de acciones se encuentran la sustitución de este tipo de valores por la financiación mediante préstamos y el aumento de la rentabilidad de las grandes empresas cotizadas. Al mismo tiempo, aunque la emisión neta de valores distintos de acciones a tipo de interés fijo fue débil en el 2005, las sociedades no financieras elevaron sustancialmente la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable. Además, el 2005 se caracterizó por el gran volumen de amortizaciones de valores distintos de acciones emitidos en el período transcurrido entre 1999 y el 2001, época de expansión en el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro.

6 Para conocer detalles sobre la metodología y la evolución a más largo plazo, véase el artículo titulado «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2005.

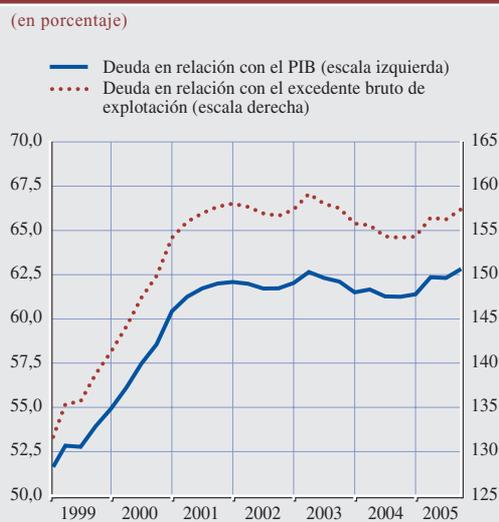
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se elevó ligeramente en el 2005, pero se mantuvo, en general, muy moderada, en parte como consecuencia del hecho de que el coste real de las acciones fue considerablemente más elevado que el de la financiación mediante deuda. No obstante, se registró un ligero aumento de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras en el segundo semestre del año.

En cuanto a la evolución de la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro, la mayor demanda de financiación mediante deuda por parte de las mismas dió lugar a un ligero aumento de sus ratios de deuda en el 2005, hasta el 63% del PIB a finales del cuarto trimestre (véase gráfico 22). Esto podría indicar que el período de intensa reestructuración de los balances de las sociedades no financieras finalizó en el 2005. No obstante, al mismo tiempo, es probable que la situación varíe sustancialmente a nivel de las empresas individuales.

El ligero aumento de los ratios de deuda ha de valorarse conjuntamente con la mejora de la rentabilidad de las sociedades no financieras y la persistencia de un coste real de la financiación externa reducido en términos históricos. Además, los pagos netos de intereses de las sociedades no financieras relativos a los préstamos concedidos por las IFM y a los depósitos mantenidos en estas instituciones (en porcentaje del PIB) se mantuvieron en niveles reducidos.

Con todo, a pesar del ligero aumento de los ratios de deuda, la situación patrimonial de las sociedades no financieras parece haber mejorado, en general, en el 2005, principalmente debido a una sólida rentabilidad. En esta misma dirección apuntan la evolución general favorable de los criterios de aprobación de los préstamos a las empresas, según indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, y la trayectoria de las calificaciones crediticias.

Gráfico 22 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El excedente bruto de explotación se refiere al excedente bruto de explotación más la renta mixta del total de la economía. Los datos sobre endeudamiento proceden de las estadísticas de las cuentas financieras trimestrales e incluyen préstamos, valores distintos de acciones emitidos y reservas de los fondos de pensiones. En comparación con los datos recopilados a partir de las cuentas financieras anuales, los ratios de endeudamiento son aquí algo menores, principalmente debido a que en aquellas se incluyen los préstamos concedidos por entidades de crédito de fuera de la zona del euro y es mayor la cobertura de los préstamos concedidos por sectores no financieros. El último trimestre es una estimación.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La tasa media de inflación medida por el IAPC general de la zona del euro fue el 2,2% en el 2005, tras haberse situado en el 2,1% en los dos años anteriores (véase cuadro 1). En el 2005, las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieron en un nivel reducido en la zona, como consecuencia, en parte, de la contención salarial, en un contexto de atonía en la evolución de los mercados de trabajo. El principal factor que ejerció presiones al alza sobre los precios fue el aumento de los precios del petróleo, especialmente en el segundo semestre del año. Sin embargo, no se observaron indicios significativos de transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo en las fases finales de la cadena de producción. Al mismo tiempo, la inflación fue atemperada por los efectos retar-

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2005	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Dic.	2006 Ene.
IAPC y sus componentes										
Índice general	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energía	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Servicios	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Precios del petróleo (euro/barril) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Precios de las materias primas ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

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

1) Excluida la construcción.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Excluida la energía; en euros.

dados de la pasada apreciación del euro y por la fuerte competencia mundial. Por otra parte, en el 2005 la contribución de los impuestos indirectos y de los precios administrados a la inflación medida por el IAPC fue ligeramente menor que en el 2004.

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO INFLUYÓ DETERMINANTEMENTE EN LA INFLACIÓN

En el 2005, la inflación medida por el IAPC general estuvo determinada, en gran medida, por la evolución del componente energético, debido al notable incremento de los precios del petróleo (véase gráfico 23). El precio medio en euros del barril de Brent aumentó en el 2005 en torno a un 45% respecto al nivel del 2004. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía alcanzó el 10,1% en el 2005, frente al 4,5% observado en el 2004. La contribución de 0,8 puntos porcentuales de estos precios a la tasa media de inflación interanual del 2005 fue la mayor de los últimos cinco años (véase gráfico 24).

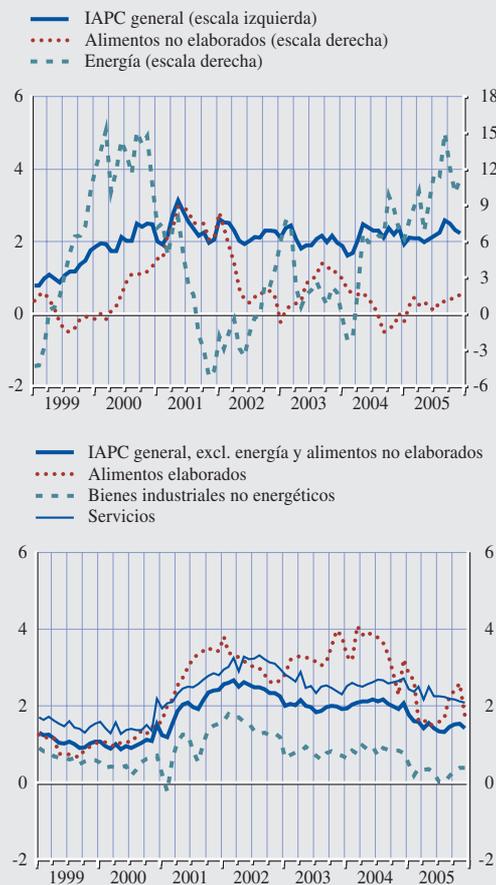
La inflación se mantuvo próxima al 2% en el primer semestre del 2005. En el segundo semestre del año, en gran parte como resultado de la evolución de los precios del petróleo, la inflación se elevó, hasta un nivel máximo del 2,6%, alcanzado en septiembre del 2005, y disminuyó

posteriormente, hasta situarse en el 2,2% a finales del 2005. El impacto de la subida de los precios del petróleo sobre la inflación se reflejó también en las revisiones de las expectativas de inflación en el transcurso del 2005. Por ejemplo, las expectativas de inflación para el año 2005 recogidas en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE se revisaron, desde el 1,9% señalado en el primer trimestre, al 2,2% previsto en el último trimestre del 2005, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron, sin cambios, en el 1,9%. Los indicadores de expectativas de inflación a corto y a largo plazo procedentes de otras encuestas mostraron un patrón prácticamente similar.

Los componentes menos volátiles del IAPC contribuyeron de forma importante a contener las presiones al alza de los precios del petróleo sobre la inflación. Tras disminuir en el primer semestre del 2005, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se estabilizó en el segundo semestre del año. En conjunto, esta tasa descendió al 1,5% en el 2005, desde el 2,1% registrado en el 2004. Parte de esta reducción se explica por la menor contribución de los impuestos indirectos y de los precios administrados a la inflación observada en el 2005, unos 0,4 puntos porcentuales, en comparación con los

Gráfico 23 Principales componentes del IAPC

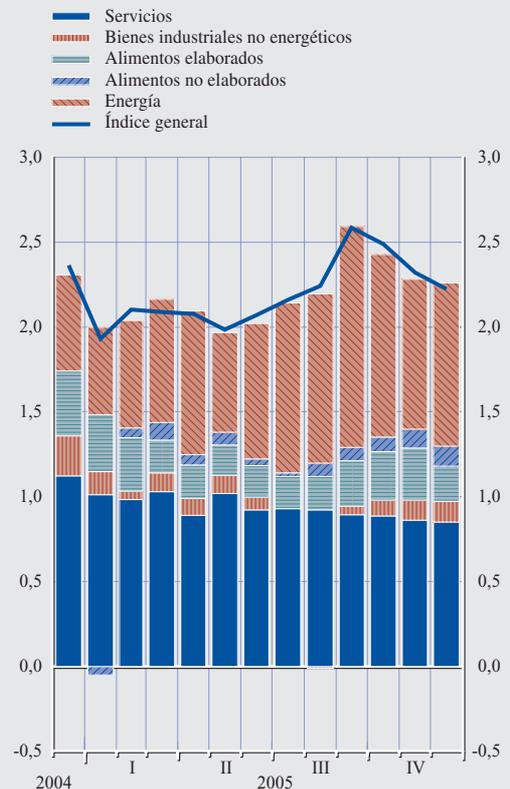
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 24 Contribuciones al IAPC, por componentes

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contribuciones no coincide con el total del índice general.

0,6 puntos porcentuales del 2004⁷. Por ejemplo, la inflación de los precios de los alimentos elaborados se benefició, en el primer semestre del 2005, de efectos de base favorables derivados del aumento de los impuestos sobre el tabaco realizado en algunos países en el primer semestre del 2004. Estos efectos de base sólo fueron compensados, en parte, por la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania en septiembre del 2005. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se situó en el 2% en el año 2005, muy por debajo del 3,4% registrado en el 2004. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos disminuyó también, desde el 0,8% del 2004, al 0,3% del

2005; la contribución históricamente tan reducida de estos precios puede ser reflejo del efecto a la baja derivado de la fuerte competencia exterior y de los efectos retardados de la anterior apreciación del euro. La inflación de los precios de los servicios descendió a lo largo del 2005, aún cuando presentó cierta variabilidad a corto plazo debida a la volatilidad de algunos componentes, como los de vacaciones organizadas y servicios de transporte, y se situó, en promedio, en el 2,3%, frente al 2,6% del 2004. En

7 Para más detalles sobre los componentes del IAPC utilizados en este contexto, véase el recuadro titulado «El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2004.

general, en el 2005 no se apreciaron de forma evidente efectos indirectos significativos de la subida de los precios de la energía.

El hecho de que en el 2005 la inflación medida por el IAPC general se situara justo por encima del 2% por quinto año consecutivo pone de

relieve la necesidad de analizar los determinantes de la persistencia de la inflación. El recuadro 4 presenta las principales conclusiones de los trabajos de la Red de Persistencia de la Inflación del Eurosistema sobre la persistencia de la inflación y el proceso de determinación de precios en la zona del euro.

Recuadro 4

RED DE INVESTIGACIÓN SOBRE LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN Y EL PROCESO DE FIJACIÓN DE PRECIOS EN LA ZONA DEL EURO

La Red de Persistencia de la Inflación (Inflation Persistence Network – IPN) del Eurosistema fue creada en el 2003 con el fin de analizar los patrones, los determinantes y las implicaciones de la persistencia de la inflación y del proceso de fijación de precios en la zona del euro y en los países que la integran. La persistencia de la inflación se refiere a la tendencia de la inflación a converger lentamente hacia su valor a largo plazo tras una perturbación. La IPN concluyó sus trabajos en el 2005.

La IPN fue un proyecto conjunto de investigación llevado a cabo por todos los bancos centrales del Eurosistema. En los trabajos de la IPN se utilizó una nueva base de datos, que incluía abundante información sobre variables macroeconómicas y sectoriales y sobre el proceso de fijación de precios de distintas empresas. Se tuvo acceso a los precios individuales utilizados en la elaboración de los índices de precios de consumo y de precios industriales para un elevado número de países de la zona del euro. Por otro lado, la IPN realizó encuestas sobre el proceso de fijación de precios en nueve países. En conjunto, estas bases de datos representan una oportunidad única para comprender el comportamiento de los agentes que fijan los precios. Se trata de bases de datos que no tienen precedentes incluso a escala internacional, y su cobertura es mucho más amplia que de la que disponen otras economías.

Con objeto de recabar los comentarios de la comunidad académica y utilizarlos en los trabajos sucesivos, en el 2005 la IPN presentó sus resultados preliminares en distintos foros, como la Reunión Anual de la *American Economic Association* celebrada en Filadelfia y el Congreso Anual de la *European Economic Association*, en Ámsterdam. Además, se han publicado numerosos trabajos en la serie de documentos del BCE –ECB's Working Paper Serie – en la que se incluirán también otros en los próximos meses, algunos de los cuales han aparecido o aparecerán en breve en publicaciones académicas.

Por lo que se refiere al proceso de fijación de precios, los principales resultados de la IPN son los siguientes. Los precios de la zona del euro se modifican, en promedio, sólo una vez al año¹, por lo que muestran bastante rigidez. Cuando se producen ajustes de precios, tienden a ser bastante significativos: en torno al 8%-10% en el sector minorista y alrededor del 5% en el sector industrial. Cabe destacar que los precios se incrementan y se reducen casi con la misma frecuencia y magnitud, con la notable excepción del sector de servicios, en el que se producen

¹ Frecuencia mucho menor que la que se observa, por ejemplo, en Estados Unidos. Para un análisis más detallado de estos resultados, véase el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2005.

normalmente pequeños aumentos de precios, mientras que las reducciones de precios son muy escasas. Existe una acusada heterogeneidad entre sectores, especialmente en lo relativo a la frecuencia de ajuste de los precios. Por otra parte, la frecuencia, la magnitud y la dirección de las variaciones de precios dependen de las condiciones macroeconómicas (como la tasa de inflación) y del factor tiempo (como la estacionalidad) y responden a determinados acontecimientos (como modificaciones del IVA).

Las encuestas mostraron que la mayor parte de las empresas revisan sus precios a intervalos regulares o en respuesta a cambios en la situación económica. Son más frecuentes las revisiones que las modificaciones de precios. Ello puede deberse a que las revisiones indiquen que no es necesario modificar los precios o a que determinados factores impidan modificar los precios, aunque las revisiones sugieran la conveniencia de hacerlo. Las encuestas realizadas por la IPN pusieron de manifiesto algunos factores que impiden modificar los precios, siendo los más importantes la existencia de contratos explícitos o implícitos entre las empresas y sus clientes y las interacciones estratégicas entre las empresas.

Otro resultado fundamental de los trabajos de la IPN es que el grado de persistencia de la inflación aumenta con el nivel de agregación. En promedio, las series de precios individuales o altamente desagregadas son mucho menos persistentes que las series agregadas. Las estimaciones empíricas apuntan a un grado moderado de persistencia de la inflación en el contexto de la política monetaria actual; no obstante, en las estimaciones relativas a extensos períodos de tiempo, es preciso tener en cuenta cambios ocasionales en el nivel medio de la inflación que tuvieron lugar anteriormente, e incluso así estas estimaciones seguirán presentando un grado bastante alto de incertidumbre.

En general, los resultados de la IPN han mejorado considerablemente el conocimiento de la persistencia de la inflación y del proceso de fijación de precios en la zona del euro. Existen implicaciones significativas para la política monetaria y consecuencias para la construcción de modelos, ya que varios de los supuestos más utilizados en los modelos macroeconómicos con fundamentos microeconómicos se ven fuertemente cuestionados por los nuevos resultados. Por lo que respecta a la política monetaria, éstos ponen de relieve lo importante que es para los bancos centrales garantizar que las expectativas de inflación estén bien ancladas, dado que ello reducirá la persistencia de la inflación y facilitará la ejecución de la política monetaria.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, continuaron subiendo en el 2005, experimentando un incremento del 7,7%, en tasa interanual, en el primer semestre del año, frente al 7% registrado en el conjunto del año 2004 (véase gráfico 25). Sin embargo, este intenso crecimiento general ocultó una considerable diversidad entre países. El dinamismo observado recientemente refleja, en gran medida, la pujanza que mostraban los mercados de la

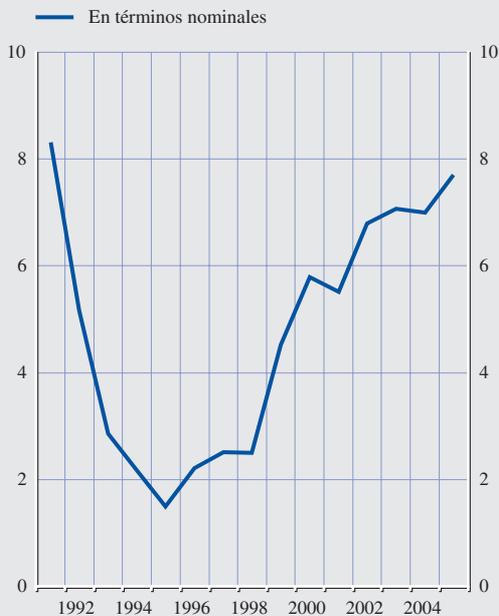
vivienda en España, Francia e Italia, mientras que los precios de los inmuebles residenciales bajaban ligeramente en Alemania. Los datos trimestrales disponibles para el segundo semestre del 2005 seguían señalando fuertes aumentos de los precios en España y Francia, aunque a un ritmo levemente más moderado que antes.

EFFECTOS INDIRECTOS LIMITADOS EN LAS FASES FINALES DE LA CADENA DE PRODUCCIÓN

En el 2005, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se situó en el 4,1%, muy por

Gráfico 25 Precios de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.
Nota: Los datos relativos al 2005 se refieren al primer semestre del año.

Gráfico 26 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

encima del 2,3% registrado en el 2004 (véase gráfico 26). Este incremento se debió, principalmente, a los precios energéticos, ya que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, fue del 1,8% en el 2005, frente al 2% observado en el 2004.

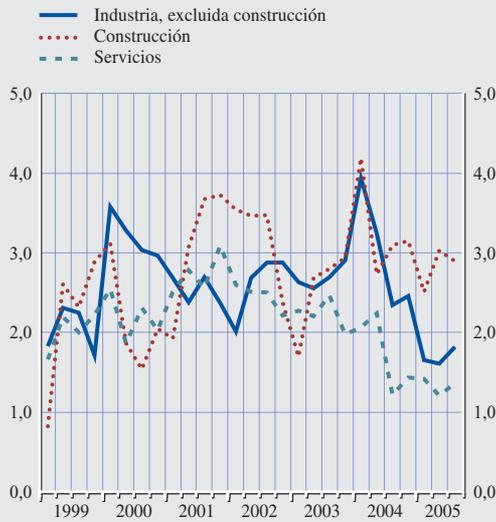
La estabilidad general de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía, ocultó divergencias en la evolución de los subsectores. En el 2005, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se situó en el 1,3%, en comparación con el 0,7% registrado en el 2004. Estas presiones al alza fueron compensadas, en parte, por la fuerte desaceleración de los precios de los bienes intermedios, reflejo, en parte, de la evolución de los precios de las materias primas distintas del petróleo y también de los efectos retardados de la pasada apreciación del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los

bienes intermedios disminuyó, desde el 5,5% de enero del 2005 al 1,9% de diciembre del 2005, situándose, en promedio, en el 2,9% para el año 2005, frente al 3,5% para el 2004.

No se apreciaron indicios significativos de presiones sobre los precios en las fases finales de la cadena de producción. Los precios industriales de los bienes de consumo crecieron un 1,1% en el 2005, en comparación con el 1,3% observado en el 2004. La debilidad de la demanda de consumo, la mayor competencia exterior y la pasada apreciación del euro pueden haber inducido a las empresas a no trasladar los aumentos registrados en los precios de la energía y, en menor medida, en los precios de los bienes intermedios.

Gráfico 27 Remuneración por asalariado, por sectores

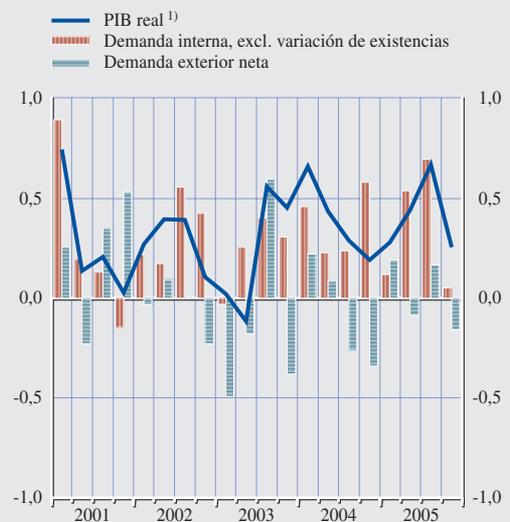
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

EVOLUCIÓN MODERADA DE LOS COSTES LABORALES EN EL 2005

El crecimiento de la remuneración por asalariado experimentó un marcado descenso en los tres primeros trimestres del 2005, registrándose una tasa media de crecimiento interanual del 1,5%, frente al 2% del año anterior (véase cuadro 2). Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la evolución salarial en la industria, excluida la construcción y, en menor grado, en el sector servicios (véase gráfico 27). Sin embargo, este último sector mostró una evolución divergente. El crecimiento de la remunera-

ción por asalariado aumentó en los tres primeros trimestres del 2005 en el sector de servicios de mercado, con una tasa media de crecimiento interanual del 1,8%, en comparación con el 1,5% observado en el 2004, mientras que disminuyó de forma significativa en el sector de servicios no de mercado, con una tasa media de crecimiento interanual del 0,8%, frente al 2,1% registrado en el 2004.

Otros indicadores de costes laborales apuntan también a la moderación salarial. En el 2005, la tasa de crecimiento interanual de los salarios

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2005	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
Salarios negociados	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Costes laborales totales por hora	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Remuneración por asalariado	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Costes laborales unitarios	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2003	2004	2005	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
Producto interior bruto real <i>del cual:</i>	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
Demanda interna ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Consumo privado	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Consumo público	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Formación bruta de capital fijo	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Variación de existencias ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Demanda exterior neta ³⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Exportaciones ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Importaciones ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Valor añadido bruto real <i>del cual:</i>													
Industria, excl. construcción	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Construcción	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Servicios de mercado ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Tasas de variación respecto al trimestre anterior.

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

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

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

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

negociados se mantuvo en el 2,1%, sin cambios con respecto al 2004. Además, datos aislados disponibles sobre los acuerdos salariales firmados hasta finales del 2005 en varios países de la zona del euro no señalaban la presencia de efectos secundarios relevantes derivados del alza de los precios del petróleo, más allá de los efectos mecánicos de las cláusulas de indicación de los salarios en los países donde existen tales cláusulas. En general, con la contención del crecimiento del PIB real y con las limitadas presiones registradas en los mercados de trabajo de la zona del euro, la evolución salarial mantuvo su moderación en el 2005.

Pese al menor crecimiento salarial, en el 2005 no se observaron cambios en el crecimiento de los costes laborales unitarios, cuya tasa media de crecimiento interanual se situó en el 0,9% en los tres primeros trimestres del 2005, el mismo nivel que en el 2004. Ello fue reflejo del descenso del crecimiento de la productividad, que

registró una tasa media de crecimiento del 0,6% en los tres primeros trimestres del 2005, en comparación con el 1,1% del año anterior.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

MENOR CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL 2005

El crecimiento del PIB real de la zona del euro (parcialmente ajustado por el número de días laborables) fue del 1,4% en el 2005, por debajo del 1,8% registrado el año anterior y de la tasa tendencial de crecimiento del producto potencial (véase cuadro 3). Este comportamiento económico peor de lo esperado en el año 2005, tras el crecimiento moderado de la actividad económica observado desde mediados del 2004, se debió a la fortaleza de los precios del petróleo, a los efectos retardados de la apreciación del euro en el 2004 y a una desaceleración transi-

Gráfico 29 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Todos los datos están desestacionalizados, y se calculan como desviaciones de la media del período desde enero de 1985, en el caso de la confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995, en el caso de la confianza de los servicios.

toria de la demanda mundial en el primer semestre del 2005.

El ritmo de la recuperación que se inició en el tercer trimestre del 2003, que sucedió a un período prolongado de lento crecimiento entre mediados del 2001 y mediados del 2003, ha sido relativamente débil si se compara con los períodos de recuperación de comienzos de los años ochenta y noventa. Hay varios factores que pueden explicarlo. En primer lugar, a diferencia de lo sucedido en recuperaciones anteriores, la fase actual ha estado marcada por subidas muy importantes de los precios del petróleo y por una significativa apreciación del euro. En segundo lugar, estimaciones provisionales sugieren que el crecimiento del producto potencial ha disminuido en los últimos años, principalmente a consecuencia de un menor crecimiento de la productividad del trabajo. En tercer lugar, también ha de tenerse en cuenta que la desaceleración que precedió a la reactivación fue relativamente moderada. En la

medida en que la fortaleza de la recuperación tiende a depender de la intensidad de la desaceleración anterior, no resulta sorprendente que la recuperación actual sea, en cierta medida, menos dinámica que las anteriores⁸.

El moderado crecimiento observado en el 2005 en su conjunto puede atribuirse a una contribución menor tanto del sector exterior como de la demanda interna de la zona del euro. El crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones en el 2005 se situó por debajo de las expectativas a finales del 2004 (véase gráfico 28).

En cuanto a la contribución de la demanda interna al crecimiento, el incremento del consumo privado mantuvo su atonía en el 2005 (véase cuadro 3). Esto se debió, en parte, al reducido aumento de la renta real disponible, como resultado del crecimiento limitado de la renta nominal y de la subida de los precios de la energía. Estos efectos no se vieron contrarrestados por un menor ahorro de los hogares, posiblemente porque las expectativas de empleo siguieron siendo relativamente pesimistas. Es posible que la inquietud acerca de la sostenibilidad de los sistemas de pensiones y de salud también haya influido, además de que las personas con menores rentas –con una mayor propensión marginal a consumir– pueden haberse visto afectadas de modo desproporcionado por el escaso crecimiento de la renta y por las perturbaciones en los precios de los bienes de primera necesidad y de los servicios. La confianza de los consumidores mantuvo su atonía en el 2005, aunque mostró señales de mejora hacia finales de año (véase gráfico 29).

El crecimiento de la inversión en el primer semestre del 2005 fue significativamente inferior al observado en el segundo semestre del 2004. Esta desaceleración se debió, principalmente, al crecimiento menor del componente de la inversión que excluye la construcción, atri-

⁸ Véase también el recuadro titulado «La recuperación actual en la zona del euro desde una perspectiva histórica», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2005.

buble predominantemente a la negativa evolución del sector del transporte.

Sin embargo, la formación bruta de capital fijo creció con mucha mayor intensidad a partir de mediados del 2005. Entre los factores que favorecieron la inversión se encuentran las mejoras en la eficiencia de las empresas, los sólidos beneficios empresariales, las condiciones de financiación muy favorables y el crecimiento de la demanda mundial.

En la desagregación del crecimiento económico por sectores en el año 2005 se aprecia cómo el valor añadido de la industria (excluida la construcción), de la construcción y de los servicios

contribuyó positivamente al crecimiento. El valor añadido de los servicios de mercado registró un crecimiento mayor que en el año 2004, mientras que en la industria excluida la construcción fue menor. La confianza industrial y de los servicios se deterioró en el primer semestre del 2005, aunque mejoró en el segundo semestre (véase gráfico 29). La importancia de los servicios ha aumentado significativamente en las últimas décadas y se espera que su contribución a la economía de la zona del euro siga creciendo en los próximos años. En el recuadro 5 se describe la composición del crecimiento de la zona del euro por sectores, proporcionando un análisis más detallado de la evolución de los servicios.

Recuadro 5

COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA ZONA DEL EURO POR SECTORES

En este recuadro se presenta una panorámica de la estructura sectorial de la economía de la zona del euro y de los cambios ocurridos en los distintos sectores durante los últimos años. También se comentan las contribuciones a la volatilidad y al crecimiento del valor añadido de la zona del euro por parte de los principales sectores económicos en los últimos años y se investiga si la debilidad relativa de la recuperación actual en comparación con fases de expansión anteriores está relacionada con la evolución de sectores específicos.

La desagregación del valor añadido por sectores pone de manifiesto el papel predominante de los servicios en la zona del euro (véase gráfico A). Con una participación cercana al 70%, los servicios representan, con mucho, el sector económico más importante de la zona del euro. La industria, que incluye principalmente las manufacturas (pero también las industrias extractivas y la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua) representa en torno al 20% del valor añadido de la zona del euro. La participación de la construcción y de la agricultura alcanza el 6% y el 2%, respectivamente.

Por su parte, los servicios se suelen desagregar en tres categorías principales de aproximadamente el mismo tamaño, a saber, comercio y transporte, servicios financieros y empresariales y una tercera categoría que comprende, principalmente, los servicios relacionados con la administración pública (véase gráfico B.). Aunque esta desagregación no presenta una división estricta entre los servicios privados y los públicos, las dos primeras categorías –comercio y transporte, y servicios financieros y empresariales– suelen denominarse conjuntamente como sectores de servicios de mercado.

En línea con la evolución tendencial observada generalmente en las economías desarrolladas, la economía de la zona del euro ha registrado considerables cambios estructurales. Esto se ve reflejado en el hecho de que los servicios han aumentado significativamente su importancia,

Gráfico A Detalle del valor añadido bruto real total¹⁾

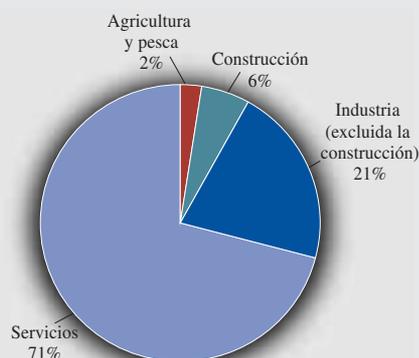
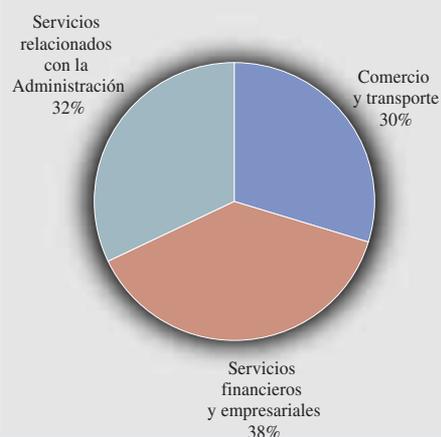


Gráfico B Detalle del valor añadido bruto real de los servicios



Fuente: Eurostat.

1) Las ponderaciones se refieren al año 2005.

mientras que la participación de la industria ha disminuido de forma continua. Desde 1996, por ejemplo, la participación de los servicios en el valor añadido total ha aumentado en torno a 3 puntos porcentuales, mientras que la de la industria ha descendido 2 puntos porcentuales. Diversos factores pueden explicar la creciente participación de los servicios, entre los que se encuentran el desplazamiento de la demanda de los consumidores hacia los servicios a medida que aumenta su renta, la liberalización del sector de los servicios y la creciente participación de las mujeres en el mercado de trabajo, que supone un traspaso de actividades domésticas a actividades incluidas en los servicios.

Los cambios acaecidos en la participación del valor añadido de los distintos sectores de la zona del euro reflejan diferencias significativas en la evolución del crecimiento sectorial. En lo que se refiere a los servicios empresariales, la subcontratación de algunas actividades por parte de empresas industriales puede explicar también, en parte, el crecimiento de los servicios. Este tipo de comportamiento estrecha, además, los vínculos entre las dos ramas de actividad. El cuadro muestra que, en promedio desde comienzos de los años noventa, el valor añadido bruto real de la zona del euro ha aumentado un 0,5%, en tasa intertrimestral. Los servicios crecieron al mismo ritmo, impulsados, en particular, por el crecimiento de los servicios de mercado. La industria (excluida la construcción) creció un 0,3%, en promedio, mientras que la construcción registró la tasa de crecimiento más baja, esto es, un 0,1%. A causa de su tamaño y de la intensidad de su evolución, los servicios se convirtieron en el sector con mayor contribución al aumento del valor añadido de la zona del euro. En promedio desde mediados de los años noventa, los servicios aportaron 0,4 puntos porcentuales al crecimiento del valor añadido de la zona del euro, en comparación con una contribución media de la industria de apenas 0,1 puntos porcentuales.

También se aprecian diferencias significativas entre los sectores en términos de la volatilidad del crecimiento del valor añadido. El crecimiento del valor añadido en los servicios muestra una volatilidad mucho menor que en otros sectores (medida en términos de la desviación típica).

Evolución sectorial en términos de valor añadido bruto real de la zona del euro

(medias de los períodos respectivos)

	Crecimiento intertrimestral (en porcentaje) (1991 a 2005)	Desviación típica (del crecimiento intertrimestral) (1991 a 2005)	Contribuciones al crecimiento intertrimestral (en puntos porcentuales) (1996 a 2005)	Contribuciones medias absolutas a la variación del crecimiento intertrimestral (en puntos porcentuales) (1996 a 2005)
Servicios	0,6	0,3	0,4	0,2
Comercio y transporte	0,5	0,6	0,1	0,1
Servicios financieros y empresariales	0,7	0,4	0,2	0,1
Servicios relacionados con la Administración	0,4	0,3	0,1	0,0
Industria (excluida la construcción)	0,3	1,0	0,1	0,2
Construcción	0,1	1,7	0,0	0,1
Agricultura	0,4	1,6	0,0	0,0
Total	0,5	0,4	0,5	-

Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

No obstante, y debido a su tamaño, desde mediados de los años noventa los servicios han contribuido, en promedio, tanto como la industria a la volatilidad del crecimiento del valor añadido.

A la vista de las considerables diferencias existentes en la evolución media del crecimiento de los principales sectores de la zona del euro, se plantea la cuestión de en qué medida la evolución sectorial puede haber contribuido a la relativa debilidad de la recuperación actual, desde una perspectiva histórica. La recuperación que se inició a mediados del 2003 perdió importancia en el segundo año de la fase de expansión, antes de volver a cobrar impulso en el tercer trimestre del 2005. En los gráficos C y D se compara la evolución de los servicios y de la industria en la recuperación actual con la de las dos recuperaciones anteriores. Estos gráficos muestran que la relativa debilidad observada en el segundo año de esta recuperación no se debió al débil comportamiento de sectores concretos. De hecho, el patrón del comportamiento relativo tanto en la industria como

Gráfico C Valor añadido en los servicios de la zona del euro

(índice, T = 100)

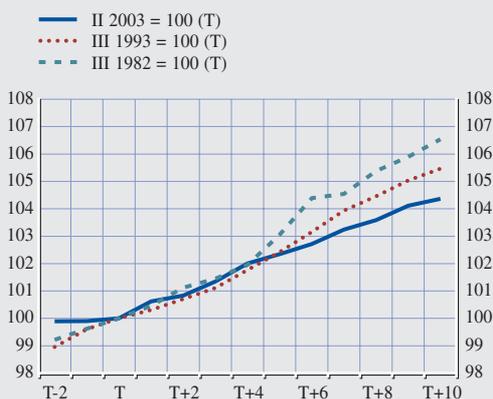
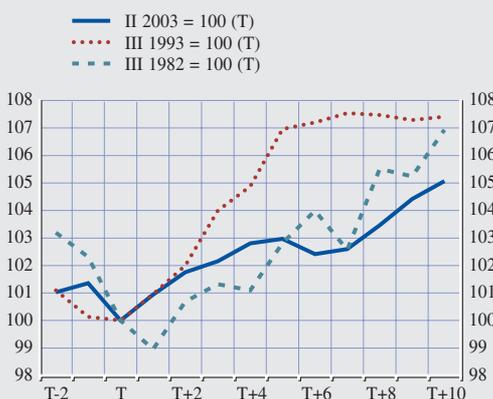


Gráfico D Valor añadido en la industria de la zona del euro

(índice, T = 100)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Nota: La recuperación se inicia en T+1, donde el trimestre T es el mínimo cíclico según lo define el Comité de Datación del Ciclo Económico de la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (véase <http://www.cepr.org/data/Dating>), salvo para la última recuperación, que se identifica a partir del patrón de crecimiento intertrimestral del PIB real.

en los servicios siguió el del PIB general. En ninguno de los sectores se apreciaron claras divergencias en el primer año de la recuperación actual respecto a la evolución media de las dos recuperaciones anteriores. En el segundo año de la recuperación, sin embargo, el crecimiento del valor añadido en ambos sectores fue más débil que en el promedio de las dos recuperaciones previas. Los gráficos ilustran, además, el carácter mucho más volátil de la evolución de la industria frente a los servicios. Varios son los factores que probablemente han influido en la debilidad relativa del crecimiento durante el segundo año de esta recuperación, entre los que se incluyen, el menor crecimiento del producto tendencial, las perturbaciones que han afectado tanto al tipo de cambio del euro como a los precios del petróleo y la incertidumbre acerca de las reformas en curso en algunos economías de la zona del euro (véase recuadro 5 titulado «La actual recuperación de la zona del euro desde una perspectiva histórica» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2005).

En resumen, la composición por sectores del crecimiento del valor añadido de la zona del euro pone de relieve la importancia de los servicios en la zona, pues es con mucho el sector económico de mayor tamaño. Su importancia ha aumentado considerablemente en las últimas décadas, un proceso que es muy probable que continúe, y en estos momentos contribuye a la volatilidad general del crecimiento del valor añadido tanto como la industria. En definitiva, cuando se realiza la comparación con episodios anteriores de recuperación, el crecimiento menor que se observa en el segundo año de la recuperación actual (desde mediados del 2004 a mediados del 2005) es común, en términos generales, a los principales sectores económicos de la zona del euro.

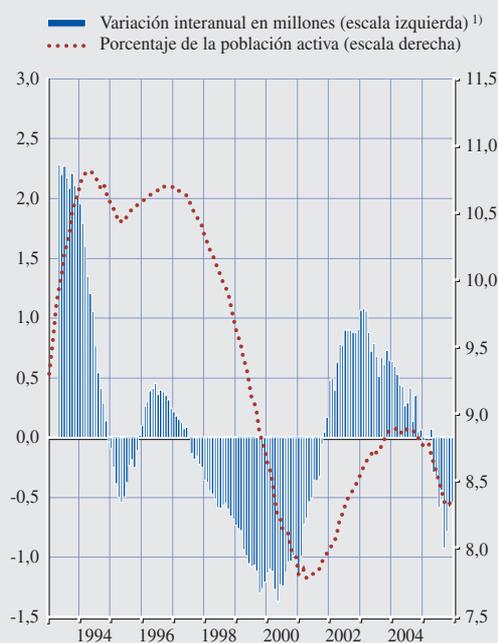
Diversas medidas de dispersión indican que la divergencia de las tasas de crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el 2005. Como consecuencia, en parte, de una moderación del crecimiento económico y del comercio mundial junto con la subida de los precios del petróleo. El crecimiento medio interanual del PIB real se redujo o apenas experimentó cambios en todos los países de la zona del euro durante el 2005 con respecto al año anterior, salvo en España, donde creció ligeramente y siguió siendo relativamente fuerte.

MEJORAS EN CURSO EN EL MERCADO DE TRABAJO

El empleo aumentó a lo largo del año a un ritmo similar al del año 2004 (véase cuadro 4). A nivel sectorial, el empleo creció con mucha intensidad en los servicios y en la construcción, y siguió descendiendo en la industria (excluida la construcción) y en la agricultura. Los indicadores procedentes de las encuestas para las perspectivas de empleo tanto en los servicios como en la industria también se elevaron notablemente hacia finales de año. Considerando el

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a los 12 países de la zona del euro.
1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

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

	2003	2004	2005	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
Población activa	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Empleo	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Agricultura ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industria ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– excl. construcción	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– construcción	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Servicios ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Tasas de desempleo ⁴⁾													
Total	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Menores de 25 años	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
De 25 años o mayores	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

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

3) Excluye organismos extraterritoriales.

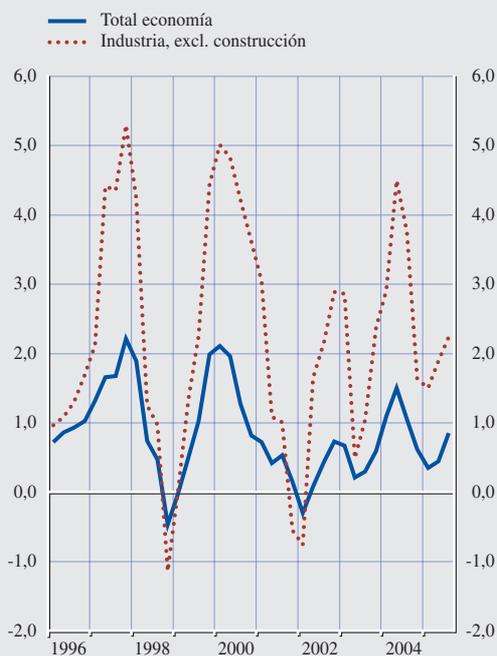
4) Porcentaje de la población activa, de conformidad con las recomendaciones de la OIT.

tenue pulso de la actividad económica en el 2005, es probable que las recientes medidas adoptadas en relación con el mercado de trabajo

para facilitar la extensión del trabajo a tiempo parcial y del empleo por cuenta propia estén desempeñando un papel fundamental.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

La tasa de paro de la zona del euro se redujo de forma continua en el 2005, hasta situarse en el 8,3% a finales de año (véase gráfico 30). La tasa de desempleo de los trabajadores de menos de 25 años cayó significativamente. Tras un aumento de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) entre los años setenta y mediados de los años noventa, consecuencia, en gran medida, de las perturbaciones adversas y de la rigidez de las instituciones relacionadas con el mercado de trabajo en la mayoría de los países de la zona del euro, las estimaciones de la NAIRU se han reducido ligeramente en la última década⁹. Esta reducción se ha atribuido, sobre todo, al impacto de las reformas aplicadas en los mercados de trabajo de algunos países de la zona del euro. Si bien en varios países se han efectuado avances significativos en la flexibilización de los mercados de trabajo, en muchos otros es preciso acometer reformas más ambiciosas. Únicamente un compromiso más decidido con la aplicación de reformas estructurales en los mercados de trabajo podrá permitir un descenso significativo de las tasas de paro

9 Véase también el recuadro titulado «Una perspectiva de más largo plazo del desempleo estructural en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2005.

en los años venideros, sin que se ponga en peligro la estabilidad de precios.

El crecimiento de la productividad del trabajo continuó siendo muy moderado en el 2005 (véase gráfico 31). El crecimiento de la productividad en la industria (excluida la construcción) permaneció por encima del crecimiento de la productividad en el total de la economía. En los últimos años, el crecimiento de la productividad de la zona del euro ha sido desalentador, pasando de tasas superiores al 2% en la década de los noventa a situarse ligeramente por encima del 1% más recientemente. El menor crecimiento de la productividad de la zona del euro ha estado relacionado, en parte, con un aumento del empleo, pero también es atribuible a un uso insuficiente de las nuevas tecnologías que favorecen la productividad. La desagregación del crecimiento de la productividad del trabajo en los últimos años muestra, así-

mismo, que la menor calidad de la mano de obra influye a la hora de explicar el crecimiento de dicha productividad¹⁰. La evidencia empírica de carácter provisional relaciona el comportamiento relativamente malo de la productividad en los países de la zona del euro con una falta de competencia y con la legislación de protección del empleo¹¹. De cara al futuro, ello sugiere que las políticas en materia de capital humano deberían orientarse a mejorar el nivel educativo y a proporcionar más formación continua. Existe también una necesidad evidente de aplicar políticas económicas que estimulen la innovación y promuevan el uso de tecnologías que favorezcan la productividad.

10 Véase G. Schwerdt y J. Turunen, «Growth in euro area labour quality», ECB Working Paper n.º 575, enero del 2006.

11 Véase G. Nicoletti y S. Scarpetta, «Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD», OECD Economics Department Working Paper n.º 460, noviembre del 2005.

Recuadro 6

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

La mayor competencia, el rápido cambio tecnológico y el envejecimiento de la población implican que los países europeos deben hacer frente a nuevos desafíos y convertirlos en oportunidades. En lo que respecta a los mercados de trabajo y de productos, estos desafíos suponen aumentar la flexibilidad laboral, mejorar la formación de la población activa, completar el mercado único (incluido el de servicios), fomentar la innovación y fortalecer el entorno económico. Ello exige la adopción de reformas estructurales que incrementen el potencial de crecimiento económico de Europa, favorezcan la creación de empleo, faciliten el ajuste y acrecienten su resistencia ante perturbaciones.

En respuesta a estos desafíos, el Consejo Europeo de primavera del 2005 acordó que la Comisión, el Consejo y los Estados miembros reactivaran la estrategia de Lisboa —el ambicioso programa de reformas introducido en marzo del 2000—, reorientándola hacia el crecimiento sostenido y el empleo¹. En este contexto, y tras una propuesta de la Comisión, el Consejo ECOFIN adoptó en el 2005 las «Directrices integradas para el crecimiento y el empleo», que incluyen las nuevas Orientaciones generales de política económica y las nuevas Directrices para el empleo, para un período de tres años (2005-2008). Estas directrices para las políticas económica y de empleo exigen, entre otras cosas, la adopción de reformas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos en la UE. Utilizando como base las directrices integradas, los Estados miembros han elaborado programas nacionales de reforma en los que se establecen las reformas estructurales planificadas para el período comprendido

1 Véase el artículo titulado «La estrategia de Lisboa cinco años después», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2005.

entre los años 2005 y 2008 (véase sección 1 del capítulo 4). En julio del 2005, la Comisión adoptó un programa paralelo, denominado programa comunitario de Lisboa, para complementar los programas nacionales de reforma con medidas de ámbito comunitario.

Una de las prioridades de los programas nacionales de reforma es mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo. Con 20 millones de personas aún el paro en la UE, los avances realizados hasta el momento para elevar las tasas de empleo y reducir las tasas de desempleo han sido lentos. Aunque los Estados miembros han anunciado numerosas medidas de reforma para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo, parece preciso, para cumplir los objetivos de empleo de la estrategia de Lisboa, adoptar de forma urgente medidas adicionales. En concreto, las tasas de actividad y de empleo de las mujeres, de los jóvenes menores de 25 años y de los trabajadores con más de 55 tienen que aumentar. En este contexto, en el 2005 los Estados miembros orientaron sus políticas laborales principalmente a influir en la oferta de trabajo, proporcionando incentivos para que más personas se incorporaran al mercado de trabajo. La mayoría de las medidas afectan a la fiscalidad de las rentas del trabajo, a las políticas activas de empleo y a las prestaciones sociales y por desempleo. Buena parte de las medidas adoptadas en el campo de la fiscalidad de las rentas del trabajo se orientaron a rebajar la presión fiscal a que están sometidas estas rentas, con el fin de estimular el empleo mediante la reducción de los costes laborales. En cuanto a las políticas activas de empleo, varios países reestructuraron sus servicios públicos de empleo. En el área de las prestaciones sociales y por desempleo, se adoptaron diversas medidas encaminadas a realizar intervenciones en grupos determinados, a aplicar controles más rigurosos y a establecer condiciones más estrictas para obtener las prestaciones. Algunos países de la UE han informado respecto a los efectos positivos, en términos generales, para sus mercados de trabajo, derivados de la apertura de sus fronteras a los emigrantes procedentes de los nuevos Estados miembros. Por otra parte, en lo que respecta a los planes de jubilación anticipada, las reformas han sido limitadas.

Europa también se arriesga a perder terreno si el clima empresarial no mejora en términos de competencia y regulación. Los mercados de bienes, servicios y de energía, incluidas las industrias de red, no son aún totalmente competitivos. Por lo general, el proceso de mejora de la regulación en los distintos países y en la UE ha cobrado impulso. En cuanto a los servicios, la aplicación de la Directiva relativa a los servicios en el mercado interior supondrá un paso importante para completar este mercado. No obstante, se precisan más medidas para eliminar las barreras a la entrada y asegurar el buen funcionamiento de los mercados, incluidas las industrias de red.

Las reformas en los mercados de trabajo y de productos han de complementarse con reformas que creen el clima adecuado para el desarrollo del conocimiento y la innovación. No obstante, por lo que respecta al gasto en I+D, la UE se sitúa muy atrás en las clasificaciones internacionales. Desde el 2001, el gasto en porcentaje del PIB se ha mantenido prácticamente estancado en torno al 1,9% del PIB. Este porcentaje se encuentra muy por debajo del objetivo del 3% establecido en Lisboa. Mientras que en sus programas nacionales de reforma, muchos Estados miembros han planificado un incremento significativo del gasto total en I+D desde el momento actual hasta el año 2010, en el medio largo plazo se requieren más esfuerzos para potenciar, en particular, el gasto privado en I+D. En cuanto a la educación, es necesario prestar más atención a esta área, con el fin de que los progresos en la calidad del trabajo se mantengan en línea con los objetivos de la estrategia de Lisboa.

En resumen, en el 2005 se realizaron nuevos avances en las reformas estructurales. Las medidas de reforma iniciadas en el contexto de la renovada estrategia de Lisboa, anunciadas posteriormente en el programa comunitario de Lisboa y en los programas nacionales de reforma, son bienvenidas en tanto que constituyen un paso adicional en la dirección adecuada. En estos momentos, y sobre la base de estos programas, es preciso intensificar el ritmo general de las reformas.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

EVOLUCIÓN POCO SATISFACTORIA DE LOS SALDOS PRESUPUESTARIOS EN EL 2005

En el 2005, la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro mostró escasos progresos hacia el logro de unas finanzas públicas saneadas. De acuerdo con los últimos datos procedentes de los programas de estabilidad actualizados de los Estados miembros, el déficit de la zona del euro se redujo ligeramente, hasta el 2,5% del PIB, lo que no fue suficiente para impedir un aumento adicional de la ratio media de deuda en relación con el PIB (véase cuadro 5). El resultado presupuestario estimado para el 2005 reflejó un cierto endurecimiento de la política fiscal en un entorno de moderación del crecimiento económico.

Varios países no cumplieron los objetivos presupuestarios establecidos en sus programas de estabilidad actualizados a finales del 2004 y en el primer semestre del 2005. Las desviaciones con respecto a estos objetivos fueron, en promedio, de 0,2 puntos porcentuales del PIB, y se debieron, en parte, a un crecimiento económico menor de lo esperado, pero también a varios casos de corrección insuficiente de los déficit o de desbordamientos del gasto respecto al presupuestado. Se estima que las desviaciones fueron particularmente pronunciadas en algunos de los países que presentaban ya déficit significativos. El deterioro de las situaciones presupuestarias en el 2005 se manifiesta, asimismo, en el mayor número de países que registraron ratios de déficit por encima del valor de referencia del 3% del PIB, en relación con los programas de estabilidad actualizados del 2004. El déficit de cuatro países (Alemania, Grecia, Italia y Portugal) se situó por encima del valor de referencia, a pesar de que según los programas de estabilidad se había previsto que

sólo dos países superarían este nivel. Con la excepción de Portugal, donde se adoptaron medidas importantes de carácter temporal para mantener el déficit en un nivel igual o inferior al 3% del PIB entre el 2002 y el 2004, estos países han venido observando déficit superiores al valor de referencia durante la mayor parte del período transcurrido desde la introducción del euro en 1999. Se espera que la ratio de déficit registrada en Alemania en el 2005 sea del 3,3% del PIB, mientras que la de Francia se situaría en el 3%. Así pues, el déficit de Alemania se mantuvo por encima del 3% del PIB por cuarto año consecutivo. Como resultado de las importantes revisiones estadísticas efectuadas en el 2004, se hizo patente que, según la metodología del SEC 95, Grecia había registrado déficit superiores al valor de referencia desde 1997, y se espera un déficit del 4,3% del PIB en el 2005. Italia también sobrepasó el valor de referencia en el 2005, en magnitud significativa, y se estima que la ratio de déficit sea del 4,3% del PIB. El déficit de Portugal se duplicó prácticamente en comparación con el 2004, alcanzando el 6% del PIB, al finalizar el plazo de aplicación de las importantes medidas temporales que se adoptaron.

El resultado presupuestario del conjunto de la zona del euro evidenció una orientación ligeramente restrictiva de la política fiscal. El crecimiento estimado del PIB real se situó por debajo del potencial, lo que significa que el ciclo económico tuvo un impacto negativo sobre la evolución de las finanzas públicas. El gasto por pago de intereses se mantuvo estable, lo que es reflejo del nivel históricamente bajo de los tipos de interés y de un entorno financiero favorable.

Si bien las necesidades de saneamiento fueron muy diferentes en los distintos países de la zona del euro, cuyos saldos presupuestarios

ajustados de ciclo oscilaron, desde un superávit de alrededor del 2,5% del PIB, hasta un déficit de aproximadamente el 5% del PIB, las mejoras estructurales de las finanzas públicas siguieron sin alcanzar el nivel requerido en algunos países. La aplicación de medidas temporales dirigidas a reducir el déficit junto con diversos efectos de carácter puntual dificultan en cierta medida la apreciación de la situación general –aunque menos que en años pasados– y, no han generado, por definición, mejoras duraderas. Se estima que en el conjunto de la zona del euro tanto el gasto como los ingresos públicos crecieron ligeramente en porcentaje del PIB. Los recortes en los impuestos directos y en las cotizaciones sociales compensa-

ron, en general, el limitado grado de restricción del gasto y los aumentos de impuestos indirectos observados en el 2005.

La ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se estima que se ha incrementado en el 2005 por tercer año consecutivo, hasta situarse en el 71% del PIB. Ese ascenso fue impulsado por una ratio de superávit primario reducida, por el hecho de que el crecimiento económico fuera inferior al tipo de interés medio implícito de la deuda pública y, en algunos casos, por ajustes flujo-fondo que acrecientan la deuda. La mayoría de los países de la zona del euro registraron ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% del PIB. En

Cuadro 5 Situación presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+) o déficit (-) de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de estabilidad para el 2005
	2002	2003	2004	
Zona del euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5
Bélgica	0,0	0,1	0,0	0,0
Alemania	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Grecia	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
España	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Francia	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irlanda	-0,6	0,2	1,4	0,3
Italia	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxemburgo	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Países Bajos	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Austria	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugal	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finlandia	4,3	2,5	2,1	1,8

	Deuda bruta de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de estabilidad para el 2005
	2002	2003	2004	
Zona del euro	69,2	70,4	70,8	71,0
Bélgica	105,8	100,4	96,2	94,3
Alemania	61,2	64,8	66,4	67,5
Grecia	111,6	108,8	109,3	107,9
España	53,2	49,4	46,9	43,1
Francia	58,8	63,2	65,1	65,8
Irlanda	32,4	31,5	29,8	28,0
Italia	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxemburgo	6,8	6,7	6,6	6,4
Países Bajos	51,3	52,6	53,1	54,4
Austria	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugal	56,1	57,7	59,4	65,5
Finlandia	42,3	45,2	45,1	42,7

Fuentes: Comisión Europea (para los años 2002-2004), programas de estabilidad actualizados correspondientes al período 2005-2006 (para el 2005) y cálculos del BCE.

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

muchos casos, la ratio de deuda en relación con el PIB continuó en ascenso. Italia, con una ratio de deuda estimada del 108,5% del PIB, presentó la ratio más elevada de la zona del euro. La ratio de deuda de Grecia descendió de forma marginal, y su deuda se mantuvo por encima del 100% del PIB en el 2005. Otros tres países, con ratios de deuda por encima del valor de referencia del 60% del PIB (Alemania, Francia y Portugal), no se espera que hayan conseguido reducirla. Si

bien se estima que Bélgica ha vuelto a alcanzar el equilibrio presupuestario en el 2005, como consecuencia, en parte, de la aplicación de medidas temporales, la reducción de su ratio de deuda se hizo mucho más lenta, debido a importantes ajustes entre déficit y deuda. La persistencia de desequilibrios presupuestarios significativos y la evolución adversa de la deuda en la zona del euro se reflejaron, asimismo, en el volumen de emisión de deuda pública (véase recuadro 7).

Recuadro 7

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

La emisión de deuda pública continuó siendo elevada en el año 2005, al incrementarse las necesidades de los Gobiernos de financiar sus déficit presupuestarios. A principios de 1999, cuando dio comienzo la tercera fase de la UEM, la mayor parte de los países de la zona del euro presentaba situaciones presupuestarias con desequilibrios muy pequeños o incluso superávit, por lo que sus necesidades de financiación eran reducidas. No obstante, a partir del 2000 las posiciones presupuestarias empezaron a deteriorarse debido, en parte, al empeoramiento de la situación económica y, en consecuencia, las necesidades brutas de financiación de los países de la zona del euro aumentaron. Esto se refleja tanto en el incremento de la ratio de deuda en relación con el PIB como en la tasa de crecimiento anual de la deuda pública en la zona del euro; esta última se situó, en promedio, en torno al 4,5%, en los últimos cuatro años (véase cuadro A).

El análisis de la estructura de los saldos vivos de la deuda pública revela que la mayor parte de la emisión corresponde a la Administración Central, con un 93,8% del saldo vivo en diciembre del 2005, y el 6,2% restante fue emitido por otras Administraciones Públicas. No obstante, el sector de otras Administraciones Públicas ha adquirido un mayor protagonismo; su participación en las emisiones de deuda entre los años 1998 y 2005 se ha duplicado mientras que la participación de la Administración Central ha descendido de forma continua durante el mismo período (véase cuadro B).

Los distintos países mantuvieron una orientación a largo plazo en su gestión de la deuda. Un factor importante que alentó al sector público a emitir deuda a largo plazo fue el bajo nivel de los tipos de interés. De hecho, la deuda a largo plazo representó un 92,3% de los saldos vivos de deuda pública a finales del 2005, mientras que la proporción de deuda a corto plazo fue tan

Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de la deuda pública de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Administraciones Públicas	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
A largo plazo	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
A tipo fijo			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
A tipo variable			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
A corto plazo	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Fuente: BCE.

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

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Administración Central	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Deuda a largo plazo</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Deuda a corto plazo</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Otras Administraciones Públicas	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Deuda a largo plazo</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Deuda a corto plazo</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Administraciones Públicas								
<i>A largo plazo</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
A tipo fijo	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
A tipo variable	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>A corto plazo</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Total Administraciones Públicas en mm de euros	3.314,6	3.450,7	3.547,6	3.765,7	3.940,2	4.142,0	4.370,5	4.588,3

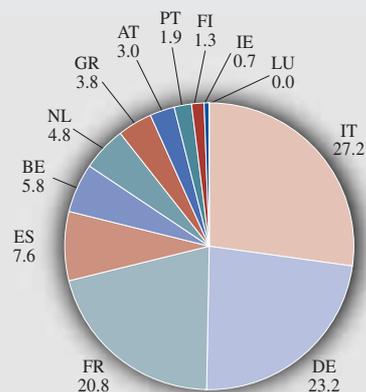
Fuente: BCE.

sólo del 7,7%. Ello también concuerda con la tasa negativa de crecimiento de la deuda a corto plazo observada en el 2005. La tasa de crecimiento anual de la deuda a largo plazo disminuyó ligeramente en el 2005, hasta el 4,8%, desde el 5,7% registrado en el 2004.

El cuadro B muestra que la mayor parte de la deuda pública a largo plazo fue emitida a tipo fijo. Con el tiempo, la importancia relativa de las emisiones de deuda a largo plazo y a tipo variable ha disminuido sustancialmente, desde el 11,9% alcanzado en el año 1998 hasta el 7,9% registrado en diciembre del 2005. Tras esta evolución se halla el descenso gradual, hacia finales de los noventa, de la prima por vencimiento pagada por algunas administraciones por la deuda a largo plazo y a tipo fijo en un entorno de estabilidad de precios. No obstante, la proporción de deuda a tipo variable se incrementó ligeramente en el 2005, hasta situarse en el 7,9%, frente al 7,7% del 2004. Italia, con una participación de la deuda a tipo variable del 21,1%, es el único país que se sitúa notablemente por encima de la media de la zona del euro, si bien esta partici-

Gráfico A Saldos vivos de deuda pública de la zona del euro el año 2005, por país emisor

(en porcentaje; fin de período)



Fuente: BCE.

Gráfico B Emisiones netas de deuda pública de la zona del euro en el año 2005, por país emisor

(mm de euros; medias del período)



Fuente: BCE.

pación ha descendido de forma significativa desde 1998. En la zona del euro, la tasa de crecimiento de la deuda a largo plazo y a tipo variable se incrementó hasta el 9,3% en el 2005, como reflejo de la evolución de la emisión de deuda en otros segmentos del mercado, como el de las IFM (véase sección 2.2 de este capítulo). Dicho incremento podría estar relacionado con el hecho de que la deuda a tipo variable se vio beneficiada por los muy bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo (véase cuadro A).

En conjunto, las últimas tendencias observadas en la estructura de la financiación pública reflejan el hecho de que las estrategias nacionales de gestión de la deuda han aprovechado la evolución favorable de las condiciones de los mercados financieros como resultado de la adopción, en la pasada década, de políticas económicas más orientadas a la estabilidad. El beneficio más evidente para el público es la proporción notablemente menor de los presupuestos públicos dedicada al pago de intereses.

Por lo que se refiere al saldo vivo total de deuda pública en diciembre del 2005 (véase gráfico A), Italia es con mucho el principal emisor, con una participación del 27,2% del total de la zona del euro, seguida de Alemania y Francia, con un 23,2% y un 20,8%, respectivamente. A las administraciones de estos tres países corresponde más de dos tercios del total de la deuda soberana de la zona del euro. Si se comparan las cifras de emisión neta en el 2005, le corresponde a Alemania el mayor volumen, 65,8 mm de euros y, a continuación, a Francia y a Italia, 61,8 mm de euros y 35,4 mm de euros, respectivamente (véase gráfico B).

PERSPECTIVAS PARA LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2006

Las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad sugieren que, en la mayoría de los casos, los objetivos representan avances en el saneamiento de las finanzas públicas que se corresponden, en términos generales, con lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. No obstante, al igual que en años anteriores, muchos Gobiernos no han articulado planes globales suficientemente concretos y creíbles para afrontar de forma extensiva sus desequilibrios presupuestarios. Si bien puede apreciarse cierto intento de restricción del gasto, se estima que se verá contrarrestado por recortes impositivos, de forma que el gasto y los ingresos públicos se reducirán en paralelo. En consecuencia, es de temer que, una vez más, la mayoría de los países logrará demasiado poco en la contención de los déficit presupuestarios y en la puesta en marcha de reformas estructurales globales. Para el 2006, los programas de estabilidad indican un moderado descenso de 0,2 puntos porcentuales del déficit medio de la zona del euro, lo que lo situaría en un 2,3% del PIB, mientras que se determina un crecimiento económico cercano al crecimiento potencial. En estas

circunstancias, el ciclo económico tendría un efecto neutral en la evolución de las finanzas públicas en el 2006, y los pagos en concepto de intereses disminuirían ligeramente en el conjunto de la zona del euro. En términos generales, la ratio media de déficit debería mantenerse estable en un valor próximo al 71% del PIB.

Entre los países que presentan un déficit excesivo, Grecia se propone reducir su nivel de déficit por debajo del límite del 3% en el 2006, Alemania e Italia lo tienen previsto para el 2007, y Portugal espera corregir su déficit excesivo en el 2008. Aunque estos países, junto con Francia, prevén lograr situaciones presupuestarias acordes con sus objetivos a medio plazo únicamente en fechas posteriores al horizonte temporal de sus programas, todos los demás países lo harán, a más tardar, en el 2008.

NECESIDAD DE REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA FISCAL

La evolución pasada y las perspectivas de la política fiscal, de acuerdo con los datos de la Comisión Europea y con los programas de estabilidad actualizados, plantean diversos retos importantes.

En primer lugar, debe concederse prioridad al saneamiento presupuestario. El número de países que presentan fuertes desequilibrios presupuestarios resulta muy preocupante. La mejora de las perspectivas de crecimiento ofrece una buena oportunidad para que estos países avancen hacia la corrección de los déficits excesivos y el saneamiento de las finanzas públicas. No obstante, sin la adopción de medidas adicionales, algunos países podrían no cumplir sus compromisos en este sentido. Este resultado debe evitarse, con mayor motivo, por la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. El marco fiscal europeo constituye un pilar esencial de la UEM, que sirve de anclaje para las expectativas de disciplina fiscal y, con ello, contribuye al crecimiento, a la estabilidad y a la cohesión en la zona del euro.

En segundo lugar, conforme a la lógica económica, el Pacto reformado atribuye gran importancia al mantenimiento de una situación presupuestaria saneada, en contraposición a la adopción puntual de medidas de carácter temporal para mejorar la situación presupuestaria. Este tipo de medidas se acogerían con satisfacción si se redujera el grado de dependencia de las mismas, como prevén algunos Gobiernos. Resulta evidente que las medidas transitorias podrían retrasar los esfuerzos de saneamiento necesarios para superar los retos presupuestarios estructurales a los que se enfrentan muchos de los países de la zona del euro. Por otra parte, las ganancias a corto plazo derivadas de estas medidas podrían producir un mayor deterioro en el futuro, lo que podría incrementar la carga fiscal de las próximas generaciones.

En tercer lugar, la mayoría de los países de la zona del euro necesita, para fomentar el crecimiento y el empleo, una estrategia global de reformas. En estas reformas habrán de incluirse los planes de saneamiento presupuestario. Dado que muchos países desean reducir la tributación efectiva sobre las rentas del trabajo y del capital como parte de dicha estrategia, el control del gasto público es crucial. Las reformas estructurales del gasto son indispensables para conseguir unas finanzas públicas saneadas y que favo-

rezcan el crecimiento. Al objeto de impulsar la inversión, la innovación y el empleo, el gasto ha de ser asignado directamente a objetivos productivos. Al mismo tiempo, podría resultar necesario reforzar los mecanismos de control del gasto, a fin de evitar su desbordamiento, que a menudo se traduce en ajustes al alza de los objetivos de déficit presupuestario. En muchos casos también será esencial la revisión de los compromisos gubernamentales, con vistas a mejorar la calidad del gasto público. Esta línea de actuación permitirá a los países lograr unas finanzas públicas saneadas sin dejar de financiar de forma adecuada las funciones básicas del sector público.

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

EL EURO SE DEPRECIÓ EN EL AÑO 2005

Tras la fuerte apreciación registrada en los tres últimos meses del 2004, el euro se depreció durante la primera mitad del 2005. Esta depreciación fue bastante generalizada pero resultó más pronunciada frente al dólar estadounidense y frente a varias monedas de Asia vinculadas, formalmente o de facto, con el dólar. Posteriormente, si bien el euro recuperó el terreno perdido frente al yen japonés, las fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales frente a las demás monedas fueron relativamente modestas. Como resultado, a finales del 2005, la moneda única se había estabilizado en términos efectivos nominales en torno a un 6% por debajo del nivel observado a principios de año (véase gráfico 32).

Después de haber alcanzado, a fines del 2004, el nivel más alto –tanto en términos efectivos nominales como frente al dólar estadounidense– desde su introducción en 1999, el euro comenzó a perder terreno, entre percepciones cambiantes en los mercados respecto a las fuerzas que afectaban a los tipos de cambio. En aquel momento, se apreciaban señales cada vez más claras de una mejora en la actividad económica tanto en Estados Unidos como en Japón, mientras que la percepción que prevalecía respecto a las

perspectivas de la zona del euro era de menor dinamismo. En Estados Unidos, en particular, nuevos datos que sugerían firmeza en el crecimiento económico en combinación con indicios de un aumento de las presiones inflacionistas desviaron la atención de los mercados, según parece, desde el abultado y persistente déficit por cuenta corriente estadounidense en el que se centraba hasta entonces, hacia las expectativas de una subida de los tipos de interés en Estados Unidos, todo lo cual favoreció a la cotización de su moneda. Este proceso sólo se vio interrumpido, brevemente, entre mediados de febrero y principios de marzo del 2005, cuando el dólar se vio temporalmente sometido a presiones, ante ciertas especulaciones sobre una posible diversificación de sus reservas de divisas por parte de algunos bancos centrales. Sin embargo, a partir de mediados del mes de marzo, la actitud de los mercados hacia el dólar mejoró, al tiempo que se tornó más negativa frente al euro, situación que se vio aún más exacerbada a primeros de junio tras el rechazo del Tratado por el que se establece una constitución para Europa, en los referendos celebrados en Francia y los Países Bajos. La caída generalizada de la cotización del euro entre mediados de marzo y finales de julio fue parcialmente contrarrestada por su apreciación frente a las monedas de los cuatro nuevos Estados miembros más grandes de la UE. Una reducción temporal de la tolerancia al riesgo a escala mundial parece haber influido desfavorablemente en las decisiones de inversión en Europa central y oriental, en particular entre mediados de marzo y principios de junio, lo que se tradujo en la debilidad bastante generalizada de las monedas de esta región.

Durante el segundo semestre del 2005, los factores cíclicos continuaron siendo el elemento dominante en los mercados de divisas; los factores estructurales parecen haberse mantenido en un segundo plano. En particular, la ampliación del diferencial de tipos de interés a favor de Estados Unidos en relación con otras grandes economías parece haber seguido respaldando al dólar. En el mismo sentido incidió la evolución de los flujos financieros de las empre-

sas estadounidenses orientados por la ley de inversiones internas (*Homeland Investment Act*) de este país así como las informaciones respecto al vigor que seguía mostrando la demanda externa de activos estadounidenses, que posiblemente atenuó la inquietud de los mercados respecto a la financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos¹². No obstante, las señales de una mejora del clima empresarial en la zona del euro contrarrestaron la fortaleza del dólar de forma que el euro sólo se depreció ligeramente frente a la moneda estadounidense entre julio y finales de diciembre del 2005. La mejora de las perspectivas económicas en Japón no bastó, al parecer, para compensar el efecto depreciador sobre el yen del alza de los precios del petróleo y de un incremento del diferencial de rendimientos entre Japón y otras grandes economías. Como resultado, el yen japonés experimentó un debilitamiento generalizado durante el segundo semestre del 2005. El 21 de julio, China abandonó el vínculo con el dólar y adoptó un régimen cambiario de flotación controlada con referencia a una cesta de monedas. Este cambio de régimen se sintió principalmente en Asia y no pareció tener un impacto duradero directo sobre el tipo de cambio del euro.

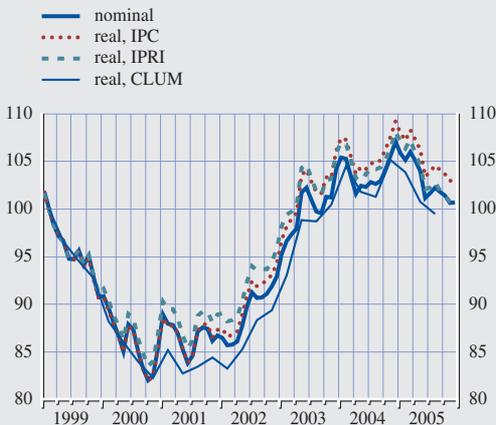
El 30 de diciembre de 2005, el euro cotizaba a 1,20 dólares estadounidenses, es decir, aproximadamente un 11% por debajo del nivel observado a comienzos del año. En el 2005, el euro también se depreció frente a la libra esterlina (un 3,9%), la corona noruega (un 2,5%), el dólar australiano (7%) y el dólar canadiense (14,4%). Asimismo, se depreció frente a algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE, en concreto, el zloty polaco (un 5,4%) y la corona checa (un 4,7%). Durante el mismo período, el euro se mantuvo prácticamente sin variación frente al yen japonés y el franco suizo.

La depreciación del euro frente a las monedas mencionadas sólo se compensó parcialmente

¹² La *Homeland Investment Act* permite a las empresas estadounidenses repatriar los beneficios mantenidos en el exterior a un tipo impositivo preferencial durante los respectivos ejercicios fiscales.

Gráfico 32 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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

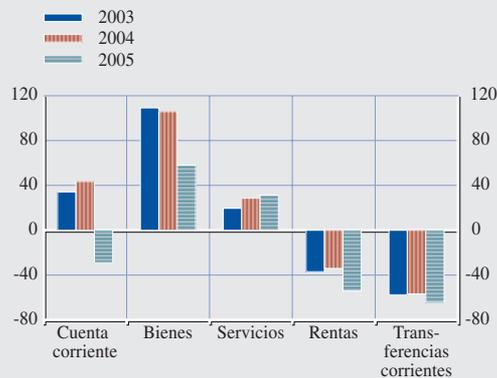


Fuente: BCE.

1) Un desplazamiento hacia arriba del índice TCE-23 representa una apreciación del euro. Los últimos datos mensuales disponibles corresponden a diciembre del 2005. En el caso del TCE-23 real basado en los CLUM, las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2005 y se basan, en parte, en estimaciones.

Gráfico 33 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

(mm de euros, datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

con una moderada apreciación frente al forint húngaro y, de forma más acusada, frente a la corona sueca (un 5,1%).

En enero del 2006, el euro repuntó frente a casi todas las principales monedas pero experimentó un retroceso en febrero. Durante los dos primeros meses del año, la evolución del tipo de cambio parece haber estado influida, principalmente, por las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de las políticas monetarias, especialmente de la zona del euro, Estados Unidos y Japón. El 24 de febrero de 2006, el euro se situaba, en términos efectivos nominales, en torno a un 0,3% por debajo del nivel observado a comienzos del año.

El tipo de cambio efectivo real del euro –basado en diferentes índices de precios y costes– también descendió en el 2005 en línea con el descenso del tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 32). En el cuarto trimestre del 2005, los índices del tipo de cambio efectivo real se situaron ligeramente por encima del nivel observado en el primer trimestre de 1999 y en

un nivel próximo a la media de los diez últimos años.

DETERIORO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN EL AÑO 2005, PRINCIPALMENTE COMO RESULTADO DEL MAYOR COSTE DE LAS IMPORTACIONES DE PETRÓLEO

En el 2005, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 29 mm de euros (equivalente al 0,4% del PIB), frente al superávit de 43,5 mm de euros (0,6% del PIB) contabilizado en el 2004. Este descenso fue resultado, en gran medida, de un deterioro del superávit de la balanza de bienes y, en menor grado, del déficit de la balanza de rentas, mientras que las balanzas de servicios y transferencias corrientes prácticamente no experimentaron variación (véase gráfico 33).

La distribución geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, disponible hasta el tercer trimestre del 2005, indica que el acusado descenso del superávit por cuenta corriente acumulado en el período de doce meses transcurridos hasta septiembre del 2005 tuvo su origen, principalmente, en el incremento

de los déficits en el comercio de petróleo frente a los países productores. Durante el mismo período, el superávit frente a Estados Unidos prácticamente no varió (alrededor de 41 mm de euros), mientras que el superávit frente a otros países de la UE aumentó en 14 mm de euros, debido, fundamentalmente, a un incremento del superávit frente al Reino Unido.

En el año 2005, el superávit de la balanza de bienes se redujo en 47,6 mm de euros, ya que, en términos nominales, las importaciones crecieron más rápidamente que las exportaciones. Las exportaciones nominales de bienes aumentaron prácticamente al mismo ritmo que en el 2004, mientras que el crecimiento de las importaciones nominales experimentó una ligera aceleración. El déficit de la balanza de rentas aumentó de forma acusada, en particular, hacia finales de año, como consecuencia de un mayor incremento de los pagos por este concepto.

La evolución del comercio de bienes puede entenderse mejor utilizando las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, en las que se presentan las exportaciones y las importaciones nominales de bienes procedentes de fuera de la zona del euro separando los componentes de precios y volúmenes (las estadísticas disponibles abarcan el período transcurrido hasta noviembre del 2005). Por lo que respecta a las importaciones, el fuerte aumento de las importaciones nominales de bienes en el 2005 es atribuible, en gran parte, al vigoroso crecimiento de las importaciones nominales de productos energéticos, que refleja en gran parte el alza de los precios del crudo. Además, especialmente en el segundo semestre del año, aumentaron las importaciones reales. Tras la atonía observada durante el primer semestre, las importaciones

reales aceleraron su crecimiento, debido al repunte de la demanda final total de la zona del euro, sobre todo, de las categorías de gasto con mayor contenido de importaciones, como la inversión y las exportaciones.

En cuanto a las exportaciones, tanto los precios como los volúmenes contribuyeron al crecimiento de las exportaciones nominales de bienes en el 2005. La subida de los precios de exportación tuvo en parte su origen en el incremento de costes asociado al alza de los precios del petróleo. A lo largo del año, el crecimiento de las exportaciones reales de bienes se debió, principalmente, a la evolución de la demanda exterior de la zona del euro que, tras un período de atonía en el primer trimestre, creció con fuerza durante el resto del año, aunque más lentamente que en el año anterior. En particular, las exportaciones a Asia (especialmente a China) y a los nuevos Estados miembros de la UE crecieron rápidamente, como resultado del dinamismo de la actividad económica en esas regiones en el año 2005. A las exportaciones de la zona del euro también les benefició el reciclaje de los ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo en los países exportadores de este producto (véase el recuadro 8). Por productos, el mayor crecimiento lo registraron las exportaciones de bienes de equipo, mientras que las exportaciones de bienes de consumo no mostraron gran dinamismo. Por lo que se refiere a la competitividad en términos de precios, los efectos retardados de la apreciación del euro afectaron negativamente a las exportaciones reales a principios de año. No obstante, su posterior depreciación podría haber ayudado a que sobrepasaran la tasa de crecimiento de la demanda exterior en el segundo y tercer trimestres del 2005.

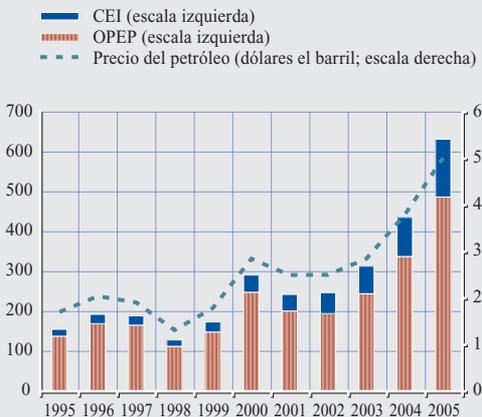
Recuadro 8

RECICLAJE DE LA FACTURA DEL PETRÓLEO Y SU IMPACTO

Las subidas del precio del petróleo y el aumento de los volúmenes de producción han generado ingresos de exportación sustancialmente más altos para los países exportadores de este producto desde el año 2002. En este recuadro se centra la atención en los ingresos de exportación

Gráfico A Ingresos derivados de la exportación de petróleo

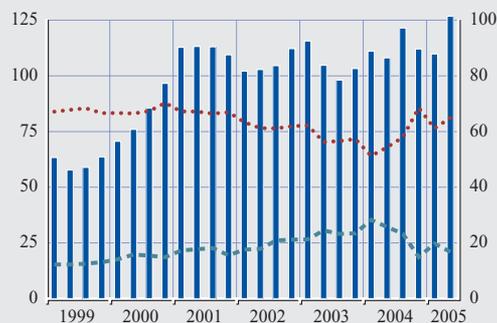
(mm de dólares, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y estimaciones de del BCE.

Gráfico B OPEP: Activos netos y distribución de los depósitos por monedas

Activos netos (mm de dólares; escala izquierda)
 Depósitos en dólares (en porcentaje; escala derecha)
 Depósitos en euros (en porcentaje; escala derecha)



Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre del 2005.

devengados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) que, en conjunto, producen aproximadamente el 70% del crudo que se comercia a nivel internacional. Se estima que los ingresos totales procedentes del petróleo que reciben la OPEP y la CEI han aumentado de 250 mm de dólares estadounidenses en el año 2002 hasta alrededor de 630 mm en el 2005 (véase gráfico A). En este recuadro se analizan los efectos de respuesta derivados del aumento de los ingresos del petróleo («reciclaje de la factura del petróleo») y, en particular, los dos principales cauces –los mercados financieros y el comercio internacional– por los que ingresos procedentes de la exportación de petróleo se transmiten a los países importadores de petróleo.

Un posible escenario asociado a la reasignación de la riqueza tras un período en el que se mantienen elevados los precios del petróleo es aquel en el que los países exportadores de petróleo aumentan sus depósitos en los bancos internacionales y/o adquieren valores extranjeros de renta variable y de renta fija. Tradicionalmente, y en especial en el período posterior a la segunda crisis de los precios del petróleo de los primeros años de la década de los ochenta, los países de la OPEP han invertido principalmente en activos y mercados de Estados Unidos y han realizado sus depósitos bancarios casi exclusivamente en dólares estadounidenses. De la misma manera, la subida de los precios del petróleo entre mediados de 1998 y finales del 2000 vino acompañada, con un ligero retardo, de la casi duplicación de los activos netos que la OPEP mantenía en bancos internacionales, una medida de la canalización neta de fondos de la OPEP hacia depósitos en dichos bancos. Sin embargo, no ha ocurrido lo mismo en el período más reciente de alza de los precios del petróleo, ya que el saldo de activos netos de la OPEP frente a los bancos que declaran información al BPI se ha mantenido prácticamente estable desde el primer trimestre del 2001 (véase gráfico B)¹. No obstante, el patrón de las inversiones que puede

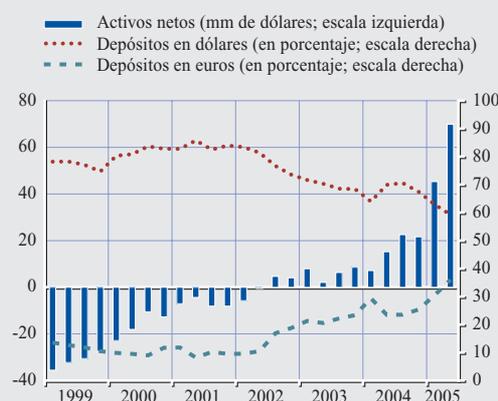
¹ Véase BIS Quarterly Review, diciembre del 2005, págs. 25-27. El término de activos netos se refiere a la diferencia entre los activos y pasivos de la OPEP frente a los bancos declarantes al BPI y es una medida de la canalización neta de fondos al sistema bancario internacional.

observarse a partir del seguimiento de los balances de los bancos podría no dar una imagen completa. De hecho, examinando el comportamiento de los flujos de capital transfronterizos, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos informa de un aumento del 92% en las tenencias de valores del Tesoro de su país en poder de la OPEP entre enero del 2001 y septiembre del 2005 (de 28,5 mm a 54,6 mm de dólares). Además, los ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo también podrían haberse canalizado hacia ese tipo de valores a través de los mercados extraterritoriales.

Hay algunos cambios visibles en la composición por monedas de los activos de los países exportadores de petróleo. Las economías de la OPEP han aumentado gradualmente la proporción de depósitos denominados en euros, de un 12% a principios de 1999 hasta más de un 28% a finales del primer trimestre del 2004. Este aumento ha ido acompañado de una disminución constante de la proporción de depósitos denominados en dólares estadounidenses. Sin embargo, a partir del año 2004, las economías de la OPEP han restituido gradualmente sus depósitos en dólares, a pesar de la apreciación relativamente fuerte del euro durante aquel año. Así pues, la proporción de depósitos denominados en dólares estadounidenses aumentó desde un mínimo del 51% al final del primer trimestre del 2004 hasta un 65% en el segundo trimestre del 2005. Este aumento ha coincidido con un descenso de similar magnitud del porcentaje de depósitos denominados en euros, que ascendía al 17% en el segundo trimestre del 2005.

Los activos netos de Rusia, el mayor productor de crudo de la CEI y el principal exportador mundial no perteneciente a la OPEP, se incrementaron considerablemente durante los períodos de las últimas alzas de precios del petróleo y también cambió su composición por monedas (véase gráfico C). Rusia ha sido acreedor neto frente a los bancos que proporcionan información al BPI desde el año 2002. La proporción de depósitos denominados en euros se ha triplicado con creces entre mediados del 2002 y el segundo trimestre del 2005, habiendo aumentado del 11% al 36%. Este incremento bastante acusado en los tres últimos años refleja también, en

Gráfico C Rusia: Activos netos y distribución de los depósitos por monedas



Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre del 2005.

Cuotas de mercado de algunas economías en las importaciones de la OPEP y de la CEI

(en porcentaje de las importaciones totales)

	OPEP			CEI		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Zona del euro	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Estados Unidos	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Reino Unido	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asia, excluidos Japón y China	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japón	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
China	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

cierta medida, la fuerte apreciación del euro frente al dólar estadounidense durante ese período y la utilización creciente del euro como moneda de reserva por parte de las autoridades monetarias rusas. Como se explica más adelante, este cambio en favor de una cartera de depósitos más equilibrada en su composición por monedas podría indicar un deseo por parte de los productores de petróleo de salvaguardar su poder adquisitivo en un momento en el que sus importaciones de Estados Unidos están perdiendo importancia en favor de las procedentes de Europa y otros países.

El comercio internacional representa el segundo cauce potencial de reciclaje de los ingresos extraordinarios obtenidos del petróleo. Durante la primera y la segunda crisis del petróleo de los años setenta, los ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo de la OPEP superaron siempre, en grado relativamente alto, el total de sus importaciones, lo que dio lugar a «superávits comerciales dependientes del petróleo». Estos superávits se convirtieron en pequeños déficits a mediados de la década de los ochenta, cuando el precio del crudo volvió a caer hasta unos 15 dólares el barril. Los abultados superávits reaparecieron en el año 2000 cuando los precios comenzaron a elevarse bruscamente. Sin embargo, desde el año 2001, los superávits dependientes del petróleo registrados por la OPEP se han mantenido en niveles relativamente moderados en comparación con períodos anteriores de altos precios del petróleo, a pesar del fuerte aumento tanto de los precios como de los volúmenes de exportación de petróleo. Esto significa que el incremento de los ingresos de exportación de petróleo obtenidos por la OPEP ha coincidido con el aumento de las importaciones de la OPEP. En el caso de la CEI puede observarse una tendencia similar. Los déficits comerciales dependientes del petróleo registrados por la CEI se redujeron drásticamente tras la subida de los precios del petróleo en los años 1999 y 2000. Sin embargo, la acusada subida de los precios coincidió con un deterioro de la balanza comercial dependiente del petróleo de la CEI entre los años 2001 y 2004, lo que significa que los mayores ingresos de exportación derivados del petróleo, obtenidos por la CEI en esos años también coincidieron con un aumento de las importaciones. Sin embargo, en el primer semestre del 2005, el déficit comercial dependiente del petróleo registrado por la CEI volvió a reducirse significativamente.

Las importaciones totales de la OPEP y la CEI, medidas en dólares, registraron aumentos interanuales medios del 18% y del 21%, respectivamente, entre los años 2001 y 2004. La zona del euro parece haberse beneficiado de la fuerte demanda proveniente de los países exportadores de petróleo. Las tasas medias de crecimiento interanual de las importaciones de la OPEP y de la CEI procedentes de la zona del euro fueron del 21% y del 26%, respectivamente, entre los años 2001 y 2004, lo que se tradujo en un incremento de la cuota de mercado de la zona en ambas regiones exportadoras de petróleo (véase el cuadro). Asia, excluido Japón, también logró aumentar su participación relativa en las importaciones totales de la OPEP y de la CEI. Estas cifras presentan un acusado contraste con las de Estados Unidos, cuya cuota de mercado se redujo significativamente durante el mismo período. En el 2005, el aumento de las importaciones en los países exportadores de petróleo siguió favoreciendo a la zona del euro. Las importaciones de la OPEP y de la CEI en el primer semestre del año (últimos datos disponibles) se situaron, respectivamente, en un 22% y un 25% por encima de los niveles registrados en el mismo período del año anterior.

En resumen, desde el año 1999 se han observado pautas diferentes en la asignación por parte de las economías exportadoras de petróleo de los ingresos de exportación derivados del petróleo de carácter extraordinario, especialmente por parte de las que integran la OPEP. Tras la fuerte subida

de los precios del petróleo en 1999, los países de la OPEP depositaron un gran porcentaje de sus ingresos procedentes del petróleo en bancos internacionales, mientras que el gasto en importaciones continuó siendo reducido. Sin embargo, a partir del 2001, tanto las economías de la OPEP como las de la CEI han aumentado sustancialmente sus importaciones. La zona del euro parece haberse beneficiado con este aumento reciente de la actividad importadora. Así pues, si bien el elevado precio del petróleo debería haber debilitado la actividad económica en la zona del euro, parece que los efectos de respuesta asociados al reciclaje de la factura del petróleo han mitigado, hasta cierto punto, los negativos efectos iniciales de las subidas recientes de los precios del crudo.

SALIDAS NETAS DEL AGREGADO DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA EN EL 2005

Por lo que respecta a la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró en el año 2005 salidas netas por importe de 13 mm de euros, frente a las entradas netas de 24 mm de euros contabilizadas en el 2004. Esto fue resultado, principalmente, de un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones, que se vió compensado por las salidas netas de inversiones directas y por las menores entradas netas de valores de renta fija (véase gráfico 34).

El déficit mayor registrado en la cuenta de inversiones directas en el 2005 se debe a un aumento de la inversión exterior directa (IED) por parte de la zona del euro, principalmente en forma de inversiones en acciones y otras participaciones. Este repunte podría reflejar, en parte, el renovado interés de las empresas de la zona del euro en aumentar su competitividad a través de filiales en el extranjero, así como la operación excepcional de reestructuración de Royal Dutch Shell. Al mismo tiempo, las entradas de inversión exterior directa en la zona del euro se estabilizaron en niveles reducidos en el 2004. Este comportamiento podría atribuirse a expectativas de crecimiento económico en el resto del mundo a tasas más elevadas que en la zona del euro.

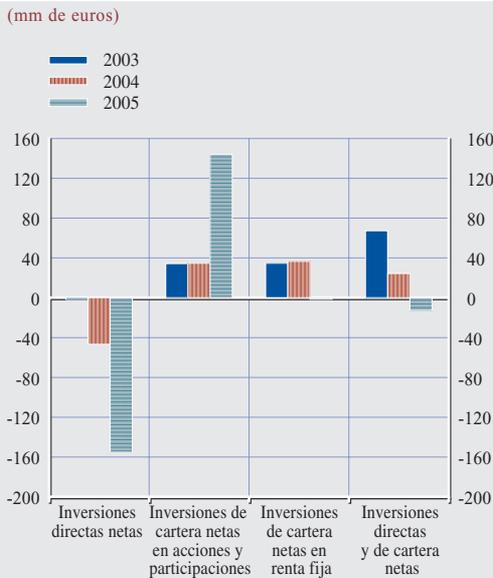
El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera tuvo su origen en un incremento de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro realizadas por no residentes. Dichas compras fueron impulsadas, en parte, por las adquisiciones de acciones y participaciones

en el contexto de la reestructuración de Royal Dutch Shell, pero también por las expectativas de que los rendimientos en los mercados de valores de la zona del euro fueran relativamente más altos. Las encuestas de los mercados indicaban también que los inversores extranjeros estaban interesados en los valores de renta variable de la zona, que les resultaban más atractivos desde el punto de vista de los precios que los emitidos en otros mercados.

En cuanto a los valores de renta fija, los flujos transfronterizos aumentaron intensamente en el año 2005, correspondiendo la mayor parte de las operaciones realizadas con este tipo de valores a bonos y obligaciones. Durante el año se observaron dos tendencias diferenciadas: en los primeros meses del año se produjo un aumento constante de las entradas netas de valores de renta fija de la zona del euro, que alcanzaron su máximo a principios del verano. Posteriormente, se invirtió esta tendencia, contabilizándose salidas netas en el segundo semestre. Este cambio podría haber reflejado el hecho de que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública (bonos y obligaciones) de Estados Unidos y los de la zona del euro se hicieron bastante considerables, especialmente durante el verano.

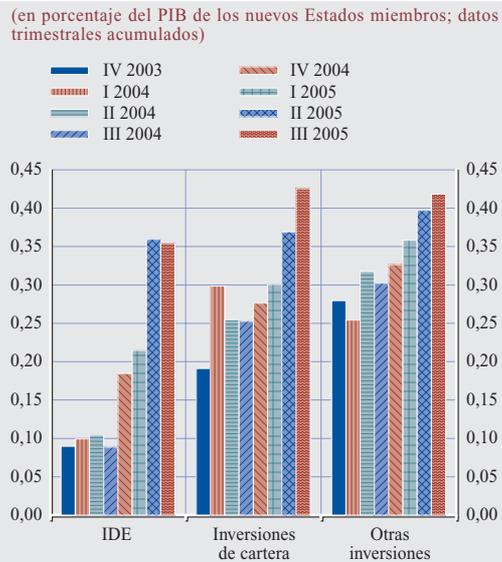
Basándose en los flujos acumulados durante los tres primeros trimestres del 2005, el Reino Unido y los nuevos Estados miembros de la UE fueron los principales receptores de inversiones directas de la zona del euro. Los nuevos Estados miembros fueron también los principales inversores en la zona durante este período. La distribución geográfica de las inversiones de cartera muestra que las inversiones de cartera de

Gráfico 34 Cuenta financiera de la zona del euro



Fuente: BCE.

Gráfico 35 Flujos de salida de recursos financieros de la zona del euro hacia los nuevos Estados miembros de la UE



Fuente: BCE.

la zona del euro en el exterior en los tres primeros trimestres del 2005 se dirigieron, principalmente, hacia el Reino Unido y hacia los centros extraterritoriales. Los inversores de la zona del euro fueron, asimismo, grandes compradores netos de bonos y obligaciones de Estados Unidos, pero también vendedores netos de valores de renta variable e instrumentos del mercado monetario estadounidenses.

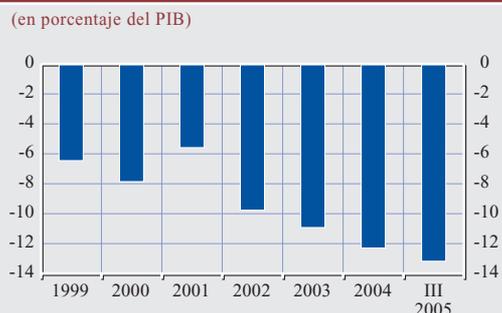
Los nuevos Estados miembros recibieron, en conjunto, un considerable volumen de inversiones extranjeras de la zona del euro. Es muy evidente una tendencia de crecimiento de estos flujos, que significa que los inversores de la zona del euro podrían haber encontrado esta región relativamente rentable y que la integración financiera entre la zona del euro y los nuevos Estados miembros de la UE posiblemente se ha fortalecido durante este período (véase gráfico 35).

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EXPERIMENTÓ UN NUEVO DETERIORO EN EL 2005

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del

mundo, disponibles hasta el final del tercer trimestre del 2005, indican que la zona registró pasivos netos por importe de 1.049 mm de euros (equivalentes al 13,2% del PIB de la zona del euro), frente a los pasivos netos de 946 mm de euros (12,4% del PIB) y de 809 mm de euros (11% del PIB) contabilizados a finales del 2004 y del 2003, respectivamente (véase gráfico 36). El aumento de los pasivos netos en el 2005 tuvo su origen en un incremento de la posición deudora neta en las inversiones de cartera (que pasó

Gráfico 36 Posición de inversión internacional neta



Fuente: BCE.

de 1.071 mm de euros a 1.350 mm de euros), que se compensó en parte con un aumento de la posición acreedora neta en las inversiones directas (de 89 mm de euros a 224 mm de euros) y con una reducción de la posición deudora neta en otras inversiones (de 241 mm de euros a 212 mm de euros).

En lo que respecta a la desagregación geográfica de la inversión directa de la zona del euro en el exterior, a finales del 2004, el 24% de dichas inversiones se concentraba en el Reino Unido y el 21% en Estados Unidos. En cuanto a los saldos vivos de las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior, estos dos países concentraban un 23% y un 35%, respectivamente. Reino Unido y Estados Unidos fueron, además, los dos orígenes más importantes de la inversión directa en la zona del euro.

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

ACTIVIDAD ECONÓMICA

En el año 2005, el crecimiento del PIB real se moderó en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, en comparación con el 2004, pero siguió siendo muy superior al de la zona del euro (véase cuadro 6). Como en años anteriores, el mayor crecimiento se registró en los países bálticos, con tasas superiores al 7%, y en Eslovaquia y la República Checa, cuyas tasas de crecimiento fueron del 6%.

La solidez de la demanda interna se apoyó, en la mayoría de los países, en el robusto crecimiento del consumo privado, que se mantuvo en niveles elevados en el 2005, especialmente en la mayoría de los nuevos Estados miembros. El fuerte crecimiento de la renta disponible, así como las políticas fiscales expansivas y el aumento de los precios de la vivienda en algunos países respaldaron el gasto de los hogares. Además, el crecimiento del crédito al sector privado en varios países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, en especial en los países bálticos, estimuló un incremento sostenido de

la inversión en el sector inmobiliario y del gasto de los hogares. El crecimiento del consumo en el 2005 fue moderado en Malta (como consecuencia del escaso aumento de la renta disponible), Polonia (debido a las medidas de contención salarial y al incremento del ahorro) y en el Reino Unido (en el contexto de unos tipos de interés más altos y un enfriamiento del mercado de la vivienda). Otro factor que contribuyó positivamente a la evolución de la demanda interna fue el crecimiento sostenido de la inversión en muchos de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en particular los países bálticos, Hungría, Malta, Eslovaquia y Suecia. Los bajos tipos de interés, la recuperación de la confianza en el sector industrial, un alto grado de utilización del capital y las favorables perspectivas de un mantenimiento de la demanda contribuyeron al sólido crecimiento de la inversión, al tiempo que los recursos financieros obtenidos de los fondos de la UE también respaldaron dicho crecimiento en los nuevos Estados miembros.

Por lo que respecta a la demanda exterior, las exportaciones fueron uno de los principales fac-

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

(tasas de variación interanual)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
República Checa	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dinamarca	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estonia	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Chipre	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Letonia	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Lituania	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Hungría	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polonia	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Eslovenia	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Eslovaquia	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Suecia	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Reino Unido	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
UE-10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
UE-13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Zona del euro	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Fuente: Eurostat y los institutos nacionales de estadística de Lituania y Eslovenia para las tasas de crecimiento interanual del 2005 en estos dos países.

Notas: Los datos trimestrales no están desestacionalizados, salvo en el caso de la República Checa (desestacionalizados) y el Reino Unido (desestacionalizados y ajustados por días laborables). La tasa de crecimiento interanual de la República Checa correspondiente al 2005 es la media de los datos trimestrales.

1) El agregado UE-10 incluye los datos de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

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

tores determinantes del crecimiento del PIB real en la mayoría de los nuevos Estados miembros, sobre todo en los países bálticos, la República Checa, Hungría y Polonia. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB varió significativamente de unos países a otros y fue, en general, neutral para el grupo de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. El crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones siguió siendo bastante elevado en los nuevos Estados miembros en el 2005, lo que pone de manifiesto que el prolongado proceso de integración comercial había cobrado un nuevo impulso con la eliminación de las barreras comerciales, principalmente para los productos alimenticios, tras la adhesión a la UE.

La situación del mercado de trabajo en el 2005 siguió mejorando en la mayoría de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en particular en los países bálticos, Polonia y Eslovaquia. Aunque las tasas de paro sólo se redujeron gradualmente, el crecimiento del empleo se afianzó notablemente en los nuevos Estados miembros, sobre todo en los países con tasas de desempleo más elevadas. En Polonia y Eslovaquia, la tasa de paro continuó siendo muy

alta, alrededor del doble que en la zona del euro. En Chipre, Dinamarca y el Reino Unido, los mercados de trabajo están relativamente tensionados, con tasas de paro inferiores al 6%.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el 2005, la inflación más baja –por debajo de la media de la zona del euro– se registró en Suecia, la República Checa, Dinamarca y el Reino Unido. En la gran mayoría del resto de países de la UE no pertenecientes a la zona, la inflación medida por el IAPC se situó justo por encima de la media de la zona del euro, aunque en Letonia, Estonia y Hungría fue superior al 3% (véase cuadro 7). En comparación con el 2004, la mayoría de los nuevos Estados miembros, con la excepción de los países bálticos, registraron tasas de inflación (medidas por el IAPC) más bajas en el 2005, mientras que Dinamarca y el Reino Unido, partiendo de niveles bajos, aumentaron sus tasas.

La evolución de la inflación en los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro tuvo en parte su origen en factores comunes. En varios países, la desaceleración observada en el primer semestre del 2005 se debió al efecto de base de las subidas de precios en el 2004 como

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

(tasas de variación interanual)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
República Checa	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dinamarca	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Chipre	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Letonia	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Lituania	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Hungría	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polonia	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Eslovenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Eslovaquia	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Suecia	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Reino Unido	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
UE-10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
UE-13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Zona del euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-10 incluye los datos de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

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

consecuencia de la adhesión a la UE. Además, la intensa competencia ejerció presiones a la baja sobre la evolución de los precios en la mayor parte de ellos, en particular en los bienes industriales y los alimentos. Por el contrario, la subida de los precios del petróleo presionó al alza la inflación. Sin embargo, su efecto concreto varió de un país a otro, como consecuencia, en gran medida, de las diferencias en las pautas de consumo, la estructura de los mercados y la distinta intensidad en el uso de la energía en la producción. Por otra parte, como los precios de la energía suelen estar regulados en muchos de esos países, el traslado de las subidas de los precios del petróleo a la inflación podría no haberse materializado totalmente en el 2005. El vigor de la demanda interna en algunos de los nuevos Estados miembros también dio lugar a presiones inflacionistas.

La evolución de los tipos de cambio y su traslado retardado a la inflación también afectó al comportamiento de la inflación en el 2005. En varios países, en particular la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia, la apreciación de sus monedas tuvo un efecto moderador en la inflación.

POLÍTICAS FISCALES

Tomando como base las últimas actualizaciones de los programas de convergencia remitidas a finales del 2005 y principios del 2006, el panorama general de las políticas fiscales de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue heterogéneo en el 2005. Tres países (Dinamarca, Estonia y Suecia) registraron superávit presupuestario, mientras que los otros diez contabilizaron déficit. Las estimaciones indican que los resultados presupuestarios correspondientes al 2005 se ajustaron en gran medida a los objetivos de los programas de convergencia o los mejoraron, con las excepciones de la República Checa, Hungría, Malta y Eslovaquia. Los saldos de las Administraciones Públicas se deterioraron en seis de los trece países a lo largo del 2005 (véase cuadro 8), aunque, en algunos casos, las estimaciones contenidas en los programas de convergencia eran relativamente conservadoras. Este deterioro se



produjo a pesar del entorno económico favorable, que permitió a varios países obtener un volumen de ingresos mayor de lo previsto.

En la mayoría de los casos, la contribución cíclica al presupuesto fue positiva o neutral. No obstante, los únicos países que aplicaron una política fiscal más restrictiva fueron Dinamarca, Chipre, Malta, Polonia y Reino Unido. En Chipre y Hungría, las medidas transitorias tuvieron un efecto de reducción del déficit de más del 0,5% del PIB en el 2005. Por el contrario, el déficit de Eslovaquia aumentó en el 2005, como consecuencia de los gastos extraordinarios.

La ejecución de los gastos se realizó, en la mayoría de los casos, de conformidad con lo previsto. Sin embargo, como en el 2004, algunos Gobiernos, incluidos los de la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania y Eslovaquia, utilizaron el exceso de ingresos para financiar gastos adicionales y no para mejorar la situación de sus saldos presupuestarios.

Basándose en las decisiones del Consejo ECOFIN del 5 de julio del 2004, se consideró que seis Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro (la República Checa, Chipre, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia) se encontraban en situación de déficit excesivo. De estos

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

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de convergencia para el 2005
	2002	2003	2004	
República Checa	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dinamarca	1,4	1,2	2,9	3,6
Estonia	1,5	2,5	1,7	0,3
Chipre	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Letonia	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Lituania	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Hungría	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polonia	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Eslovenia	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Eslovaquia	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Suecia	-0,3	0,2	1,6	1,6
Reino Unido	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
UE-10 ¹⁾	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
UE-13 ²⁾	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Zona del euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

	Deuda bruta de las Administraciones Públicas			Datos de los programas de convergencia para el 2005
	2002	2003	2004	
República Checa	29,8	36,8	36,8	37,4
Dinamarca	47,6	45,0	43,2	35,6
Estonia	5,8	6,0	5,5	4,6
Chipre	65,2	69,8	72,0	70,5
Letonia	14,2	14,6	14,7	13,1
Lituania	22,4	21,4	19,6	19,2
Hungría	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polonia	41,2	45,3	43,6	42,5
Eslovenia	29,8	29,4	29,8	29,0
Eslovaquia	43,7	43,1	42,5	33,7
Suecia	52,4	52,0	51,1	50,9
Reino Unido	38,2	39,7	41,5	43,3
UE-10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
UE-13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Zona del euro	69,2	70,4	70,8	71,0

Fuentes: Comisión Europea (período 2002-2004), programas de convergencia actualizados 2005-2006, evaluaciones de la Comisión (2005) y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en la definición de procedimiento de déficit excesivo. Los saldos presupuestarios (datos de la Comisión) excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS. En las Administraciones Públicas, los datos incluyen los fondos de pensiones del segundo pilar. Su efecto de mejora estimado (en los casos en que se dispone de datos) en porcentaje del PIB es el siguiente: Dinamarca (0,9% sobre el saldo presupuestario), Hungría (1,3% sobre el saldo presupuestario, 3,8% sobre la deuda), Polonia (1,8% sobre el saldo presupuestario, 5,4% sobre la deuda), Eslovaquia (0,8% sobre el saldo presupuestario), Suecia (1% sobre el saldo presupuestario, 0,6% sobre la deuda).

1) El agregado UE-10 incluye los datos de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

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

países, Chipre redujo su déficit por debajo del 3% del PIB en el 2005, cumpliendo así lo que exigía la correspondiente decisión del Consejo. Por el contrario, según las últimas revisiones de los programas de convergencia, los déficit aumentaron en la República Checa, Hungría y Eslovaquia (aunque, en este último caso, debido a una condonación extraordinaria de la deuda, de una magnitud del 0,8% del PIB). Chipre, Malta y Polonia cumplieron con la meta de un

aumento de al menos un 0,5% del PIB en sus saldos presupuestarios ajustados por el ciclo (excluida una medida excepcional y otras medidas transitorias). Hungría, una vez más, mostró una desviación significativa en relación con su objetivo presupuestario para el 2005, que se revisó al alza desde el 3,6% hasta el 6,1% del PIB. El Consejo decidió dos veces, de conformidad con el apartado 8 del artículo 104 del Tratado, que Hungría no había adoptado ninguna

medida eficaz para corregir el déficit excesivo (véase también la sección 1.1 del capítulo 4). El Reino Unido registró una ratio de déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB, por tercer año consecutivo. El Consejo ECOFIN decidió, el 24 de enero del 2006, que el país registraba un déficit excesivo y formuló algunas recomendaciones de conformidad con el apartado 7 del artículo 104 del Tratado, pidiendo que se corrigiera el déficit excesivo lo antes posible, a más tardar para el final del ejercicio el 2006/2007.

En el 2005, la ratio de deuda de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se mantuvo muy por debajo de la media de la zona del euro. Sólo Chipre y Malta continuaron registrando ratios superiores al valor de referencia del 60% del PIB. Con algunas excepciones, la ratio de deuda se redujo en los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, debido en parte a los favorables diferenciales entre el crecimiento y los tipos de interés y a los ajustes entre déficit y deuda que hicieron que ésta se redujese¹³.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

El agregado de la cuenta corriente y de capital de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro varió considerablemente de unos países a otros en el 2005 (véase cuadro 9). Mientras que Suecia y Dinamarca contabilizaron abultados superávits, el Reino Unido y los nuevos Estados miembros de la UE registraron déficit. En Estonia, Letonia y Malta, los déficit siguieron siendo muy elevados, en torno al 10% del PIB o incluso superior, aunque en los dos primeros países se observó un descenso. Chipre, Lituania, Hungría y Eslovaquia registraron déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital superiores al 5% del PIB. En la República Checa, Polonia, Eslovenia y el Reino Unido, los déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital fueron más moderados.

Aunque los elevados déficit por cuenta corriente que registraron algunos países podrían ser indicativos de un riesgo para la sostenibilidad de su posición exterior, en cierta medida se conside-

ran también normales en las economías que se hallan en un proceso de convergencia, como es el caso de los nuevos Estados miembros, donde las entradas de capital han permitido financiar inversiones de alta rentabilidad, que no habría sido posible llevar a cabo recurriendo exclusivamente al ahorro interno. Aunque los desequilibrios externos de la mayoría de estos países tuvieron su origen en déficit de la balanza comercial, los déficit de la balanza de rentas –con frecuencia relacionados con la repatriación de beneficios de inversores extranjeros y, por lo tanto, con entradas previas de IDE– fueron, en varios casos, otra fuente de desequilibrios. La reciente evolución de la cuenta corriente debe interpretarse con cierta cautela, ya que en ella han influido en cierta medida los cambios de metodología en la compilación de los datos de comercio exterior tras la adhesión a la UE.

En la mayoría de los nuevos Estados miembros de la UE, la IDE –asociada en parte a los programas de privatización– siguió siendo una fuente importante de financiación externa. Las entradas netas de IDE aumentaron ligeramente en el 2005, en comparación con el 2004, para el conjunto de estos países (véase cuadro 9). Las entradas netas de IDE (en porcentaje del PIB) fueron especialmente considerables en Estonia, país en el que, sin embargo, también se vieron muy afectadas por una gran transacción. También se registraron entradas netas de IDE bastante cuantiosas en la República Checa y en Malta. Las entradas netas de IDE fueron positivas en todos los nuevos Estados miembros, con la excepción de Eslovenia, que registró una situación casi de equilibrio en el 2005. Por lo que respecta a los otros Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, Suecia y Dinamarca contabilizaron salidas netas de IDE, de magnitud más bien considerable en el caso de Suecia, mientras que, en el Reino Unido, las entradas netas de IDE fueron cuantiosas. En conjunto, aunque los flujos netos de IDE constituyeron una importante fuente de financiación

¹³ Los datos de deuda para el 2005 que proceden de las últimas revisiones de los programas de convergencia no son estrictamente comparables con los datos de la Comisión Europea correspondientes a años anteriores.

Cuadro 9 Balanza de pagos, partidas seleccionadas

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente + cuenta de capital				Flujos netos de IDE				Inversiones de cartera netas			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
República Checa	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dinamarca	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estonia	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Chipre	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Letonia	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Lituania	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Hungría	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polonia	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Eslovenia	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Eslovaquia	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Suecia	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Reino Unido	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
UE-10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
UE-13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Zona del euro	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Fuente: BCE.

1) Las cifras correspondientes al 2005 representan la media de cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre del 2005.

2) El agregado UE-10 incluye los datos de los diez países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

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

para varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro en el año 2005, en la mayoría de los casos, estas entradas de capital no bastaron para cubrir el déficit agregado por cuenta corriente y por cuenta de capital.

Los flujos netos de inversiones de cartera también contribuyeron significativamente a la financiación de los déficits por cuenta corriente en los años el 2004 y el 2005 (en Chipre, Hungría y Polonia), en comparación con las entradas más bien moderadas registradas en los años anteriores. Esta evolución fue resultado, principalmente, de un mayor aumento de la inversión en valores de renta fija –que, en algunos casos, podría haber tenido relación con los diferenciales de rentabilidad– pero también las inversiones netas en valores de renta variable cobraron importancia. Como resultado, en parte, de la financiación adicional que proporcionaron las entradas netas de inversiones de cartera y de «otras inversiones», también aumentó en algunos países el endeudamiento externo en relación con el PIB.

ASPECTOS RELATIVOS AL MTC II Y A LOS TIPOS DE CAMBIO

En el 2005, otros cuatro nuevos Estados miembros de la UE se unieron a Estonia, Lituania, Eslovenia y Dinamarca como participantes en el MTC II: Chipre, Malta y Letonia se incorporaron al mecanismo el 2 de mayo del 2005, mientras que Eslovaquia lo hizo el 28 de noviembre del mismo año, todos ellos con una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro. Antes de su incorporación al MTC II, tanto la libra chipriota como el lats letón ya habían estado vinculados unilateralmente al euro. Mientras que la libra chipriota había estado vinculada al euro desde la introducción de la moneda única en 1999, Letonia sustituyó el derecho especial de giro –unidad de cuenta, del FMI principalmente, cuyo valor se basa en una cesta de monedas– por el euro a principios del 2005, manteniendo una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. Tras la incorporación al MTC II, las autoridades letonas anunciaron su intención de mantener unilateralmente el tipo de cambio del lats en la paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. En el momento de su incorporación al mecanismo, la lira maltesa se vinculó al euro,

abandonando así el vínculo anterior a una cesta de monedas que incluía el euro, la libra esterlina y el dólar estadounidense. Además, las autoridades de Malta declararon que mantenían unilateralmente el tipo de cambio de la lira maltesa en la paridad central frente al euro. En el caso de la corona eslovaca y la libra chipriota, las autoridades no adoptaron ningún compromiso unilateral respecto a una banda más estrecha. Este tipo de compromisos no conllevan obligaciones adicionales para el BCE. A fin de garantizar una participación sin problemas en el mecanismo, los países participantes se han comprometido a adoptar las medidas necesarias para preservar la estabilidad macroeconómica y cambiaria.

La participación en el MTC II no ha traído consigo notables tensiones en los mercados de divisas de los países participantes. La corona estonia, la lita lituana, la lira maltesa y el tólar esloveno han cotizado continuamente a la paridad central o en valores próximos a dicha paridad desde su incorporación al mecanismo. La cotización de la corona danesa también se ha mantenido dentro de esos intervalos en el 2005. Tras su incorporación al MTC II, la libra chipriota se apreció ligeramente frente al euro en los dos primeros meses, para estabilizarse en torno a un 2% por encima de la paridad central en el segundo semestre del 2005. El lats letón no experimentó variación, manteniéndose en la parte alta de la banda de fluctuación estándar y

en una posición próxima al límite superior de la banda anunciada unilateralmente. Desde su incorporación al MTC II, la corona eslovaca ha mostrado algo más de volatilidad que las otras monedas participantes en el mecanismo y ha llegado a cotizar hasta un 3,2% por encima de su paridad central (véase cuadro 10)

La mayoría de las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II se apreciaron frente al euro en el 2005, si bien dicha apreciación fue menor en términos (efectivos) de ponderación por el comercio exterior, ya que se contrarrestó, en parte, con su depreciación frente al dólar estadounidense y las monedas vinculadas a éste. En el primer semestre del 2005, el zloty polaco y la corona checa perdieron parte del terreno ganado con la fuerte apreciación registrada en el 2004, pero recuperaron su anterior trayectoria en el segundo semestre del año. El 24 de febrero de 2006, estas monedas se habían apreciado significativamente frente al euro, en comparación con los niveles observados a principios del 2005, lo que representa una depreciación del euro del 7,2% y del 6,6%, respectivamente (véase gráfico 37). Por el contrario, el forint húngaro se depreció en un contexto de notables fluctuaciones cambiarias, situación atribuible en parte a la incertidumbre en el terreno fiscal durante todo el año. El 24 de febrero de 2006, el forint cotizaba casi un 3% por debajo del nivel de principios del 2005.

Cuadro 10 Evolución del MTC II

	Fecha de incorporación	Tipo más alto	Tipo central	Tipo más bajo	Desviación máxima en %	
					Al alza	A la baja
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Fuente: BCE.

Nota: Una desviación a la baja (al alza) corresponde a un movimiento hacia el tipo más bajo (más alto) y representa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al euro. Para las desviaciones máximas declaradas, los períodos de referencia van desde las respectivas fechas de incorporación al MTC II hasta el 24 de febrero de 2006. En el caso de Dinamarca, el período de referencia abarca desde el 1 de enero de 2004 hasta el 24 de febrero de 2006.

Los movimientos de los diferenciales de tipos de interés parecen haber afectado a la corona sueca y a la libra esterlina. Mientras que la corona sueca se depreció de forma más bien acusada frente al euro durante casi todo el año el 2005, como consecuencia de la ampliación de los negativos diferenciales de tipos de interés frente a la zona del euro, la libra esterlina se apreció a lo largo del año 2005 y principios del 2006 frente a la moneda única casi un 4%, en medio de notables fluctuaciones.

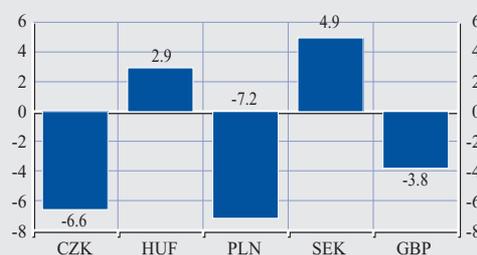
POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria en todos los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. Las políticas monetarias aplicadas difieren en gran medida de un país a otro, como resultado de su heterogeneidad en términos nominales, reales y estructurales (véase cuadro 11). En el 2005, con la excepción de la incorporación ya mencionada de Chipre, Letonia, Malta y Eslovaquia al MTC II, la política monetaria y los regímenes cambiarios de los países de la UE que no pertenecen a la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación, si bien en unos pocos países se realizaron algunos ajustes en el marco de política monetaria con vistas a una futura integración monetaria.

Por lo que se refiere a las decisiones de política monetaria en el 2005 en los países con un objetivo de tipo de cambio, el Danmarks Nationalbank elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 2,4%, como consecuencia de la subida de tipos de interés realizada por el BCE el 1 de diciembre del 2005. El 17 de febrero de 2006, volvió a elevarlo 10 puntos básicos, hasta el 2,5%, tras la salida de divisas que se produjo en ese mes, entre otros factores, como resultado de la compra de acciones y de otros valores de renta variable extranjeros por parte de inversores institucionales daneses. El Banco Central de Chipre redujo su tipo de interés oficial en un total de 125 puntos básicos, hasta el 3,25%, hacia finales de año, para ayudar a frenar las presiones que favorecían una apreciación de la moneda, como consecuencia del aumento de la confianza de los inversores

Gráfico 37 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a las monedas de la UE no pertenecientes al MTC II

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Un signo positivo (negativo) representa una apreciación (depreciación) del euro. Las variaciones se refieren al período comprendido entre el 3 de enero de 2005 y el 24 de febrero de 2006.

en las perspectivas económicas por la mejora de las finanzas públicas y la incorporación de la libra chipriota en el MTC II. El Latvijas Banka elevó sus reservas mínimas obligatorias en dos etapas, del 4% al 8%, para detener el fortísimo crecimiento del crédito en Letonia. En Malta, se elevó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,25%, en respuesta al fuerte crecimiento del crédito. En febrero del 2006, el Banka Slovenije recortó el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, para situarlo en el 3,75%.

En cuanto a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que aplican un objetivo de inflación, la mayoría de ellos redujeron los tipos de interés de referencia en el 2005. En un contexto de comportamiento favorable de la inflación, Hungría, Polonia y Eslovaquia redujeron el tipo de interés oficial en un total de 350, 200 y 100 puntos básicos, para situarlo en el 6%, el 4,5% y el 3%, respectivamente. En Eslovaquia, las decisiones sobre los tipos de interés también estuvieron motivadas por la apreciación de la moneda. En Polonia, se redujo nuevamente el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, en enero del 2006. En Suecia y el Reino Unido, el tipo oficial se redujo en el 2005 en 50 y 25 puntos básicos, hasta el 1,5% y el 4,5%, respectivamente, como consecuencia del menor crecimiento de la economía y de las

Cuadro 11 Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo: Del 2% al 4% al final del 2005; a partir de entonces, 3%, sin permitir que la inflación se desvíe de este objetivo en más de un punto porcentual en cualquier dirección. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su acuerdo de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Chipre	Objetivo de tipo de cambio	Libra chipriota	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,585274 libras chipriotas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Lita lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su acuerdo de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Combinación de objetivos de tipo de cambio y de inflación	Forint húngaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 282,36 forint por euro y una banda de fluctuación de $\pm 15\%$. Objetivo de inflación: 4% (± 1 punto porcentual) al final del 2005, 3,5% (± 1 punto porcentual) al final del 2006 y 3% (± 1 punto porcentual) objetivo a medio plazo a partir del 2007.
Malta	Objetivo de tipo de cambio	Lira maltesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,42930 liras maltesas por euro. Malta mantiene el tipo de cambio frente al euro sin variación respecto a la paridad central como compromiso unilateral.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ± 1 punto porcentual (tasa de variación interanual del IPC) a partir del 2004. Régimen cambiario de flotación libre.
Eslovenia	Estrategia, basada en dos pilares, con seguimiento de indicadores monetarios, reales, externos y financieros de la situación macroeconómica.	Tólar esloveno	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 239,640 tólares por euro.
Eslovaquia	Objetivo de inflación en las condiciones del MTC II	Corona eslovaca	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 38,4550 coronas eslovacas por euro. Objetivo de inflación: A corto plazo, objetivo de inflación del 3,5% ($\pm 0,5$ puntos porcentuales) al final del 2005. Para el período 2006-2008 el objetivo de inflación se ha fijado por debajo del 2,5% para finales del 2006 y por debajo del 2% para finales del 2007 y del 2008.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC ¹⁾ . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra debe dirigir una carta abierta al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

1) El IPC es idéntico al IAPC.

perspectivas de un descenso de la inflación. Sin embargo, en Suecia, los tipos oficiales se elevaron en 25 puntos básicos, hasta el 1,75%, en enero del 2006, y en otros 25 puntos básicos, hasta el 2% en febrero del 2006. Las decisiones de elevar los tipos de interés se basaron en las previsiones recogidas en los Informes de Inflación de diciembre del 2005 y febrero del 2006 (dada la trayectoria ascendente de los tipos de interés a corto plazo). En la República Checa se redujeron en un total de 75 puntos básicos en el primer semestre del 2005, en vista de las favorables perspectivas de inflación y de la apreciación de la corona, aunque volvieron a elevarse en 25 puntos básicos, hasta el 2%, hacia finales de octubre, en consonancia con las últimas previsiones de inflación y los consiguientes riesgos asociados.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

En el 2005, las variaciones en la rentabilidad de los bonos a largo plazo en la mayoría de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro siguieron una evolución similar a las de la zona del euro, mostrando un descenso general hasta septiembre y un posterior aumento, en particular en Hungría y Polonia. En Lituania y Eslovenia, los tipos de interés a largo plazo registraron un descenso gradual hasta el nivel de la zona del euro, mientras que en Malta y el Reino Unido se mostraron algo más estables. En conjunto, en la mayoría de los países los tipos de interés a largo plazo se situaron a finales del 2005 entre 20 y 55 puntos básicos por debajo del nivel observado a principios del año, registrándose los descensos más pronunciados en Letonia, Polonia y Eslovaquia, y especialmente en Chipre (más de 200 puntos básicos). Dado que los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro descendieron unos 30 puntos básicos durante el 2005, los diferenciales de rentabilidad de los bonos frente a la zona del euro se mantuvieron estables o se redujeron. Sin embargo, dichos diferenciales aumentaron de forma bastante notable en Hungría y Polonia en el último trimestre del año. La reacción de los mercados reflejó la desfavorable situación fiscal en Hungría y la incertidumbre respecto a la

evolución presupuestaria y la política económica tras las elecciones al Parlamento en Polonia.

Los mercados bursátiles en los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro siguieron registrando resultados favorables en el 2005 y, con la excepción de Eslovenia y el Reino Unido, incluso mejores que la media de zona del euro, medidos por el índice Dow Jones EURO STOXX. A finales del 2005, las cotizaciones bursátiles en los nuevos Estados miembros de la UE, con la excepción de Eslovenia, se situaban entre un 25% y un 65% por encima de los niveles observados a principios del año.

Artista

Ilse Haider

Título

Kopf eines Athleten, 1994

Técnica

Varas de sauce, emulsión fotográfica

Tamaño

180 x 120 x 40 cm.

© BCE y el artista



CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

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

I.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el 2005, el marco operativo para la aplicación de la política monetaria única¹ continuó funcionando satisfactoriamente. Los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario se mantuvieron estables a lo largo del año. El EONIA registró niveles muy bajos de volatilidad. La desviación típica del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja fue de 5 puntos básicos, frente a 9 puntos básicos en el 2004 y 16 puntos básicos en el 2003.

La evolución observada en los últimos meses del 2005 constituyó la primera oportunidad para probar, en alguna medida, la capacidad del marco operativo –modificado en marzo del 2004²– para neutralizar, en un período de mantenimiento de reservas, el impacto de un cambio de expectativas relativas a los tipos de interés oficiales del BCE. Tras más de dos años en los que no se había anticipado una variación de los tipos de interés, el mercado monetario se vio afectado en noviembre del 2005 por las expectativas de una subida de tipos. Después de las declaraciones realizadas por el presidente del BCE el 18 de noviembre, con anterioridad a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 1 de diciembre, el tipo de interés a un día se elevó 12 puntos básicos. No obstante, en los días siguientes comenzó a descender y, tras una adjudicación de liquidez superior al valor de referencia³ en la última operación principal de financiación (OPF) del período de mantenimiento de reservas, que se acompañó de una nota explicativa, dicho tipo de interés volvió a situarse cerca de sus niveles previos. Por lo tanto, parece que, a pesar de la reacción inicial, la coincidencia del comienzo del período de mantenimiento de reservas con la aplicación de las decisiones de modificación de los tipos de interés contribuyó efectivamente a evitar que las expectativas de cambios en los tipos de interés produjesen interferencias significativas y duraderas durante el período de mantenimiento de reservas precedente.

Gráfico 38 Factores de liquidez en la zona del euro en el 2005



Fuente: BCE.

EVALUACIÓN Y GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

La gestión de la liquidez del Eurosistema se basa en la evaluación diaria de la situación de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, con el fin de determinar las necesidades de liquidez del sistema y, por lo tanto, el volumen de liquidez que se ha de adjudicar en las OPF semanales, en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) mensuales y, potencialmente, en otras operaciones de mercado abierto, como las operaciones de ajuste. Las necesidades de liquidez del sistema bancario se definen como la suma de las reservas exigidas a las entidades de crédito, el exceso de reservas (saldos mantenidos por las entidades

- 1 Puede encontrarse una descripción detallada del marco operativo en la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero del 2005.
- 2 En marzo del 2004 se introdujeron dos cambios: i) el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se modificó de forma que esos períodos comiencen siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que está previsto adoptar la decisión mensual relativa a la orientación de la política monetaria, y ii) el plazo de las OPF se redujo de dos a una semana. Véase el Informe Anual de 2004, pp. 92-93.
- 3 La adjudicación de referencia es el importe de adjudicación que se precisa normalmente para establecer condiciones de equilibrio en el mercado monetario a corto plazo, teniendo en cuenta las previsiones completas de liquidez del Eurosistema. La adjudicación de referencia publicada se redondea al múltiplo de 500 millones de euros más cercano.



en sus cuentas corrientes en los BCN que están por encima de las exigencias de reservas) y los factores autónomos (véase gráfico 38). Estos últimos son un conjunto de partidas del balance del Eurosistema que influyen en las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, pero que normalmente no están bajo el control directo de la gestión de liquidez del Eurosistema, como son los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y los activos exteriores netos.

En el 2005, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron, en promedio, a 377,4 mm de euros, lo que representa un incremento del 21% con respecto al 2004. En promedio, las exigencias de reservas ascendieron a 146,5 mm de euros, el exceso de reservas a 0,8 mm de euros y los factores autónomos a 230,1 mm de euros. De entre los factores autónomos, los billetes siguieron mostrando la tasa de crecimiento interanual más alta. El importe medio de los billetes se situó en torno al 15%, nivel similar al registrado en el 2004. El 24 de diciembre de 2005, los billetes alcanzaron un máximo histórico de 568 mm de euros.

OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

Las OPF son operaciones semanales de inyección de liquidez con vencimiento a una semana, ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja y con adjudicación a tipo de interés múltiple. Las OPF son las operaciones de mercado abierto más importantes del Eurosistema, puesto que desempeñan un papel fundamental para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez del mercado y

señalar la orientación de la política monetaria con el nivel del tipo mínimo de puja.

En el 2005, a fin de ayudar a las entidades de crédito a preparar sus pujas en las OPF, el BCE siguió publicando con periodicidad semanal una previsión del importe medio diario de los factores autónomos y de la adjudicación de referencia. El objeto de esta política de comunicación es evitar que se produzcan en el mercado percepciones erróneas respecto a si las decisiones de adjudicación en las OPF están destinadas o no a conseguir una situación de liquidez equilibrada.

Los importes adjudicados en las OPF en el 2005 oscilaron entre 259 mm de euros y 333,5 mm de euros. El promedio de entidades participantes en una OPF fue de 351, es decir, se mantuvo en niveles similares a los observados en el 2004, tras la aplicación de los cambios introducidos en el marco operativo. La liquidez inyectada mediante las OPF representó un 77% de la liquidez neta total suministrada por el Eurosistema mediante operaciones de política monetaria. El diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja fue de 5,3 puntos básicos, frente a 1,6 puntos básicos en el 2004 y 4,7 puntos básicos en el 2003. Si bien este diferencial se mantuvo, en general, estable en 5 puntos básicos durante los tres primeros trimestres del 2005, comenzó a ampliarse en septiembre, hasta alcanzar los 7 puntos básicos a mediados de octubre. En ese momento, el BCE comunicó su preocupación respecto a dicha ampliación e inició una política consistente en adjudicar una cantidad ligeramente superior a la de la adjudicación de referencia, sin renunciar a establecer una situación equilibrada al final del período de

mantenimiento de reservas. Esta política de «adjudicación holgada» contribuyó a estabilizar el diferencial entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja en 5 puntos básicos.

OPERACIONES DE AJUSTE

Como consecuencia de las modificaciones del marco operativo efectuadas en marzo del 2004, se ha ampliado el margen para la acumulación de errores de previsión de liquidez durante el período de ocho días transcurrido entre el día de la última OPF de un período de mantenimiento de reservas y el del final de ese período. En el 2005, la diferencia absoluta entre la previsión a ocho días y el dato finalmente observado fue, en promedio, de 7,16 mm de euros. A fin de impedir que estos errores provocasen un elevado recurso a las facilidades permanentes, y para evitar que se produzcan amplios diferenciales entre el tipo de interés a un día y el tipo mínimo de puja, el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste el último día del período de mantenimiento de reservas, en los casos en los que se esperaban importantes desequilibrios de liquidez. En total, se efectuaron nueve operaciones de ajuste, tres para inyectar liquidez (18 de enero, 7 de febrero y 6 de septiembre) y seis para absorber liquidez (8 de marzo, 7 de junio, 12 de julio, 9 de agosto, 11 de octubre y 5 de diciembre). Estas operaciones tenían como finalidad restablecer una situación de liquidez equilibrada y contribuyeron a estabilizar el tipo de interés a un día al final de los períodos de mantenimiento de reservas.

OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO

Las OFPML son operaciones de inyección de liquidez, de periodicidad mensual, que se adjudican normalmente el último miércoles del mes. Estas operaciones tienen un vencimiento habitual de tres meses, lo que permite a las entidades de crédito cubrir sus necesidades de liquidez durante un período de tiempo más largo. Al contrario que las OPF, las OFPML no se utilizan para señalar la orientación de la política monetaria del Eurosistema y se instrumentan mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto, con un importe de adjudicación

anunciado previamente, por lo que el Eurosistema actúa como aceptante de tipos de interés.

En el 2005, las OFPML representaron aproximadamente el 23% de la liquidez neta total proporcionada por medio de operaciones de mercado abierto. El importe de adjudicación de cada operación se incrementó desde 25 mm de euros hasta 30 mm de euros en enero del 2005, y hasta 40 mm de euros en enero del 2006.

FACILIDADES PERMANENTES

Las dos facilidades permanentes que ofrece el Eurosistema, es decir, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, tienen por objeto proporcionar o absorber liquidez a un día a tipos de interés que constituyen una banda de fluctuación para el tipo de interés interbancario a un día. En el 2005, la amplitud de la banda de fluctuación se mantuvo sin cambios en 200 puntos básicos, centrada en el tipo mínimo de puja de las OPF.

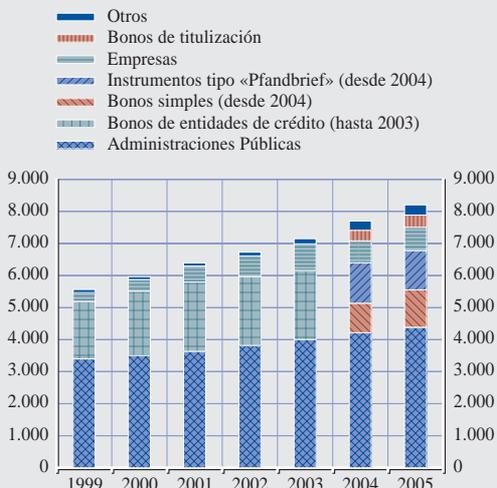
En el 2005, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito ascendió a 106 millones de euros, mientras que la utilización media diaria de la facilidad de depósito fue de 122 millones de euros. El reducido recurso a las facilidades permanentes en el 2005 fue similar al de años anteriores y es reflejo del alto grado de eficiencia del mercado interbancario, así como de la disminución de los desequilibrios de liquidez observados en el último día de cada período de mantenimiento de reservas. Dicha disminución resulta también congruente con la mayor frecuencia del recurso a las operaciones de ajuste registrada en el 2005, en los casos de notables errores de las previsiones de liquidez.

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en cuentas corrientes en los BCN. El importe de las reservas mínimas asciende al 2% de la base de reservas de la entidad, que se determina en función de las partidas de su balance. La exigencia de mantener unas reservas mínimas ha de cumplirse como promedio durante un período de mantenimiento. El sistema tiene dos funciones:

Gráfico 39 Activos de garantía negociables

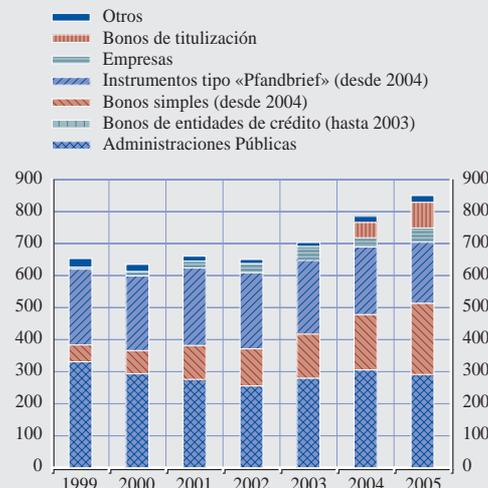
(mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 40 Utilización de activos de garantía negociables

(mm de euros)



Fuente: BCE.

en primer lugar, estabilizar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario a través del mecanismo de promedios y, en segundo lugar, ampliar el déficit de liquidez, es decir, la demanda de financiación al Eurosistema por parte de las entidades de crédito. El importe de las reservas mínimas exigidas se incrementó gradualmente en el 2005, hasta alcanzar la cifra de 153 mm de euros durante el último período de mantenimiento de reservas del año.

ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

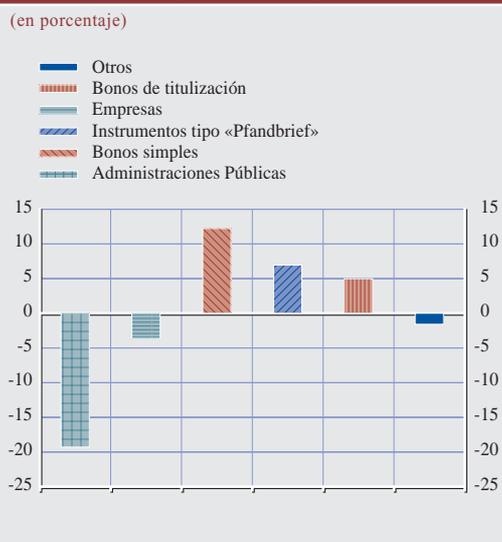
Para evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas, todas sus operaciones de crédito han de efectuarse con garantías adecuadas. Debido tanto a la naturaleza especial de los mercados financieros europeos como al marco operativo de política monetaria del Eurosistema, se admiten como garantía una amplia gama de activos. En el 2005, el importe medio de los activos negociables admitidos como garantía se situó en 8,3 billones de euros, lo que representa un 7% más que en el 2004 (véase gráfico 39). La deuda pública constituyó un 53% del total, y el resto fueron instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief o bonos simples, emitidos ambos por enti-

dades de crédito (29%), renta fija privada (9%), bonos de titulización (5%), y otros tipos de bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales, (4%). El importe medio de los activos negociables presentados como garantía por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema se situó en el 2005 en 866 mm de euros, frente a 787 mm de euros en el 2004 (véase gráfico 40).

El gráfico 41 muestra, para cada tipo de activo, la diferencia entre los activos admitidos como garantía y aquéllos efectivamente presentados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. La deuda pública representó el 53% de los activos negociables admitidos, aunque tan sólo el 34% de los presentados. No obstante, los bonos simples de entidades de crédito constituyeron el 14% de los activos de garantía admitidos y el 27% de los presentados. Los bonos de titulización representaron el 5% de los activos de garantía admitidos y el 10% de los utilizados.

Durante el 2005, se han introducido diversos elementos importantes en la política del Eurosistema referida a los activos de garantía. En

Gráfico 41 Diferencia entre la proporción de activos de garantía presentados y la de activos de garantía negociables



primer lugar, el Eurosistema concluyó la reformulación de los criterios de selección aplicables a los bonos de titulización, lo que resultaba necesario puesto que se ha observado un incremento del uso de dichos bonos como garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema, y las entidades de contrapartida reclamaban una mayor transparencia en relación con los tipos de bonos de titulización aceptados. Los criterios modificados se publicaron en enero del 2006 y comenzarán a aplicarse en mayo de este año. Los bonos de titulización incluidos actualmente en la lista de activos admitidos que no se ajusten a dichos criterios irán siendo eliminados gradualmente de la lista antes de finales de octubre del 2006.

El Eurosistema también ha explicitado la calidad crediticia mínima que ha aplicado de manera uniforme a la hora de aceptar activos como garantía desde la introducción de la moneda única –en concreto, al menos una calificación crediticia de «A» por parte de una de las tres principales agencias internacionales de calificación crediticia. La calificación crediticia de «A» equivale a una calificación crediticia a largo plazo igual o superior a A- de Standard & Poor's o de Fitch Ratings o una calificación de al menos A3 de Moody's. Tam-

bién se puntualizó que este requisito se aplica por igual a emisores del sector público y privado.

Asimismo se registraron avances hacia el establecimiento de una lista única de activos de garantía que sustituirá gradualmente el sistema actual de dos listas. Se espera que la lista única incremente la disponibilidad de activos de garantía y contribuya a garantizar la igualdad de condiciones en la zona del euro, fomentando el trato equitativo para las entidades de contrapartida y los emisores, y propiciando una mayor transparencia del sistema de activos de garantía. Las dos primeras medidas principales para el establecimiento de la lista única entraron en vigor en el 2005:

- En primer lugar, el 30 de mayo se publicó la lista de los mercados no regulados aceptados por el Eurosistema desde el punto de vista de la gestión de los activos de garantía. Esta lista puede consultarse en el sitio web del BCE y se actualizará al menos una vez al año. Los activos que sólo están registrados, cotizados o negociados en mercados no regulados no incluidos en esta lista, seguirán siendo aceptados hasta mayo del 2007, fecha a partir de la cual dejarán de ser admitidos.
- En segundo lugar, el 1 de julio se incluyó en la lista «uno» una nueva categoría de activos de garantía no admitidos anteriormente, a saber, los instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos por entidades establecidas en países del G10 no pertenecientes al Espacio Económico Europeo. El importe total de los nuevos activos de garantía admitidos se situó en 137 mm de euros a finales del 2005. En el segundo semestre del 2005 se observó un incremento gradual del uso de estos instrumentos, alcanzando la cifra de 5,3 mm de euros a final de diciembre.

En febrero del 2005 el Consejo de Gobierno anunció que el paso siguiente hacia el establecimiento de la lista única –la inclusión de

los préstamos bancarios– se haría de acuerdo con el siguiente calendario:

- Los préstamos bancarios serán admitidos como activos de garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema en todos los países de la zona del euro a partir del 1 de enero de 2007, fecha en que comenzarán a aplicarse los criterios comunes de selección y el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF). El ECAF es un conjunto de procedimientos y reglas en los que se traduce la exigencia del Eurosistema de que todos los activos de garantía incluidos en la futura lista única cuenten con una elevada calidad crediticia (véase más abajo).
- Entre el 1 de enero de 2007 y el 31 de diciembre de 2011 se aplicará un régimen intermedio, de acuerdo con el cual se permitirá a cada uno de los BCN de la zona del euro determinar el importe mínimo de los préstamos admitidos como garantía y decidir si se cobrará una comisión en concepto de gestión.
- A partir del 1 de enero de 2012 entrará en vigor un régimen unificado aplicable al uso de préstamos bancarios como activos de garantía para los que se establecerá un importe mínimo común de 500.000 euros.

En julio del 2005, el Consejo de Gobierno aprobó los criterios generales de selección que los préstamos bancarios habrán de cumplir y, en noviembre del 2005, se aprobaron los elementos esenciales del ECAF, que garantizarán que los deudores cumplan los estrictos criterios de solvencia financiera del Eurosistema. En la actualidad se está trabajando en el marco de utilización de los préstamos bancarios. Los detalles finales de carácter técnico y operativo relativos a la inclusión de los préstamos bancarios se anunciarán en el primer semestre del 2006.

GESTIÓN DE RIESGOS

En las operaciones de crédito relacionadas con la política monetaria o los sistemas de pago, el Eurosistema incurre en el riesgo de crédito y en



el riesgo de mercado asociados al posible impago de la entidad de contrapartida. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC, estos riesgos se mitigan mediante la obligación de presentar activos de garantía adecuados, acompañada de la correspondiente evaluación de tales activos y de la aplicación de medidas de control de riesgos.

El ECAF entrará en vigor el 1 de enero de 2007. El sistema se basa en cuatro fuentes de evaluación de la calidad del crédito: agencias externas de evaluación del crédito, sistemas internos de evaluación del crédito de los BCN, sistemas basados en la calificación interna de las entidades de contrapartida y herramientas externas de calificación utilizadas por terceros. Los principios básicos del ECAF serán la coherencia, la precisión y la comparabilidad.

A fin de garantizar que estos principios básicos se apliquen, todas las fuentes de evaluación de la calidad del crédito tendrán que cumplir determinados criterios de selección. Además, se empleará un conjunto de especificaciones técnicas y de herramientas (incluido un umbral de calidad crediticia y un mecanismo de seguimiento e información del funcionamiento de los sistemas de evaluación del crédito), a fin de garantizar que los activos de garantía admitidos se ajusten a los criterios mínimos de solvencia.

Por lo que respecta al límite para el riesgo de crédito, en principio, el Eurosistema aceptará exclusivamente los instrumentos de renta fija de los prestatarios:

- que tengan como mínimo una calificación de «A» por parte de una de las tres principales agencias internacionales de calificación crediticia, o
- que tengan una probabilidad de impago no superior al 0,10%, entre los que se incluyen los prestatarios que pertenezcan a una categoría de riesgo con una probabilidad esperada de impago en un año no superior al 0,10%.

Esta definición se aplica igualmente a los emisores públicos y privados, tal como establece el artículo 102 del Tratado, que prohíbe al BCE conceder un trato de favor a los instrumentos de renta fija del sector público.

1.2 OPERACIONES EN DIVISAS

En el 2005, el BCE no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas. Sus operaciones en divisas estuvieron exclusivamente relacionadas con las actividades de inversión. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II.

El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar, por cuenta del BCE, operaciones de derechos especiales de giro (DEG) con otros tenedores de DEG, se activó en cinco ocasiones en el 2005.

1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

Las actividades de inversión del BCE están organizadas a fin de garantizar que ningún dato de carácter confidencial relativo a políticas del banco central pueda utilizarse a la hora de adoptar decisiones de inversión. Un conjunto de

reglas y procedimientos, conocido como muralla china, separa las unidades de gestión del BCE que participan en las decisiones de inversión de otras unidades de gestión del BCE.

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE refleja las transferencias de reservas exteriores de los BCN de la zona del euro al BCE, y las operaciones en divisas y en oro realizadas por el BCE. La finalidad principal de las reservas exteriores del BCE es facilitar su intervención en el mercado de divisas. Los objetivos de la gestión de las reservas exteriores del BCE son, por orden de importancia, liquidez, seguridad y rentabilidad. En el 2005, las reservas exteriores del BCE se gestionaron de manera descentralizada, en el sentido de que cada BCN mantenía y gestionaba una parte de la cartera del BCE.

La cartera de reservas exteriores del BCE está compuesta, fundamentalmente, por dólares estadounidenses, pero también incluye yenes japoneses, oro y DEG. Los activos en oro y los DEG no fueron gestionados activamente en el 2005. El BCE vendió en total 47 toneladas de oro. Estas ventas se efectuaron de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE. El valor de los activos exteriores de reserva a los tipos de cambio y precios de mercado actuales se incrementó, desde 35,1 mm de euros al final del 2004, hasta 41 mm de euros al final del 2005. La variación del valor de la cartera durante el 2005 se debió, básicamente, a la apreciación del dólar estadounidense y del oro frente al euro, así como al rendimiento (incluidos ingresos por plusvalías e intereses) generado por la gestión de la cartera.

En enero del 2006 comenzó a aplicarse un nuevo marco operativo para la gestión de las reservas exteriores del BCE. Las modificaciones del marco se introdujeron en aras de una mayor eficiencia en la ejecución descentralizada de las operaciones de inversión en el ámbito del Eurosistema. En lo que respecta a la gestión operativa de las reservas exteriores del BCE (es decir,

la realización de operaciones para invertir esos fondos), ahora cada BCN de la zona del euro puede, por regla general, gestionar una única cartera denominada bien en dólares estadounidenses bien en yenes japoneses. No obstante, dos de los BCN gestionan cada uno dos carteras. Además, los BCN de la zona del euro pueden renunciar a la gestión operativa de las reservas exteriores del BCE y seguir participando en las actividades estratégicas de gestión de cartera, como las revisiones de las referencias estratégicas y las revisiones del sistema de control de riesgos. Los BCN de la zona del euro que elijan tomar parte en la gestión operativa pueden también realizar estas actividades en común.

En el 2005 prosiguieron los trabajos para ampliar la lista de los instrumentos admitidos en los que pueden invertirse las reservas exteriores. En los primeros meses del 2006, se añadieron a la lista los *swaps* de divisas y los STRIPS⁴ de Estados Unidos. También se llevaron a cabo los trabajos preparatorios para incluir los *swaps* de tipos de interés.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE, que comprende la parte desembolsada del capital suscrito y el fondo de reserva general, tiene por objeto proporcionar a esta institución un fondo de reserva para hacer frente a posibles pérdidas. El objetivo de la gestión de esta cartera es generar un rendimiento que supere, en el largo plazo, el tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación del BCE. En el 2005 se amplió la lista de emisores de instrumentos admitidos para inversiones del segmento de agencias con muy alta calificación crediticia y de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief. A principios del 2006, las obligaciones sin garantía emitidas por entidades del sector financiero con altas calificaciones crediticias fueron añadidas a la lista de las opciones de inversión.

La cartera de recursos propios del BCE a los precios de mercado actuales se incrementó desde los 6,1 mm de euros registrados a finales del 2004 hasta los 6,4 mm de euros de finales

del 2005, como reflejo del rendimiento generado por la gestión de la cartera en forma de plusvalías e intereses.

GESTIÓN DE RIESGOS

El sistema empleado por el BCE para reducir los riesgos financieros en que incurre, como los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, se instrumenta, entre otras cosas, mediante la aplicación de un conjunto de requisitos muy estrictos (como restricciones en términos de duración, distribución de monedas y liquidez mínima de cartera) y un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila y comprueba diariamente. En el 2005 se llevaron a cabo los preparativos para la utilización del valor en riesgo (VaR)⁵ como principal herramienta para determinar el límite máximo de los riesgos asociados a las posiciones de negociación de los gestores de cartera en relación con las carteras de referencia del BCE. El valor en riesgo ofrece diversas ventajas conceptuales y, en cuanto sistema global de medición del riesgo, se ha hecho muy popular en el sector financiero, lo que también queda evidenciado por la importancia que le concede el Nuevo Marco de Capital de Basilea en lo que se refiere al cálculo de las exigencias de capital.

4 STRIPS, acrónimo de «Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities» son valores creados separando el principal de los pagos de los intereses en un bono del Gobierno estadounidense.

5 VaR se define como el importe de la pérdida que podría excederse con una determinada probabilidad en un horizonte temporal predeterminado. Por ejemplo, un VaR del 99% en un año es la pérdida que se excederá en un año con sólo una probabilidad del 1%.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. El principal instrumento para llevarla a cabo lo constituye, junto con la vigilancia, la prestación de servicios para la liquidación de pagos y de valores. Con esta finalidad, el Eurosistema ha creado TARGET, el sistema automatizado transeuropeo para la transferencia urgente de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real. En los últimos años se han introducido diversas mejoras en el sistema, y se sigue trabajando en él para desarrollar una segunda generación del sistema, que se denominará TARGET2.

En agosto del 2005, el BCE publicó una declaración sobre la «Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales». Al tiempo que recordaba el apoyo estatutario del Eurosistema a la prestación de servicios a las entidades de crédito para procesar los pequeños pagos en euros, afirmaba, entre otras cuestiones, que los BCN que ofrecen servicios de pequeños pagos a las entidades de crédito tienen muy en cuenta los requisitos y el entorno competitivo de los mercados implicados, incluida la recuperación de costes.

En cuanto a la liquidación de valores, el Eurosistema y el mercado ofrecen distintos canales que facilitan la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza.

2.1 EL SISTEMA TARGET

El sistema TARGET actual es un «sistema de sistemas», integrado por los sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de 16 Estados miembros de la UE, el mecanismo de pagos del BCE y un mecanismo de interconexión que permite procesar pagos entre los sistemas conectados.

En el 2005, TARGET continuó contribuyendo a la integración del mercado monetario de la zona del euro y, por ser el sistema a través del cual se procesan las operaciones de crédito del Euro-

sistema, siguió desempeñando un papel importante en la correcta ejecución de la política monetaria única. Además, a través de TARGET se procesan otra serie de pagos, debido a su extensa cobertura del mercado y a que ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero del banco central. En el 2005, el funcionamiento de TARGET fue fluido y satisfactorio, y continuó la tendencia de procesamiento de un número creciente de grandes pagos en euros, en consonancia con el objetivo del Eurosistema de promover la liquidación en dinero del banco central como medio de pago especialmente seguro. En ese año, el 89% del total de grandes pagos en euros se procesó a través de TARGET. Este sistema puede utilizarse para todas las transferencias en euros que se realicen entre entidades de crédito que estén conectadas, sin límite máximo ni mínimo. Estas transferencias pueden efectuarse entre entidades de un mismo Estado miembro (pagos intra-Estado miembro) y de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros).

Una encuesta efectuada en el año 2005 puso de manifiesto que, a 31 de diciembre de 2004, TARGET contaba con 10.564 participantes. En total, a través de TARGET puede accederse a unas 53.000 entidades, en especial sucursales de participantes, utilizando un código de identificación bancaria.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET

En el 2005, la media diaria de pagos procesados por TARGET aumentó un 10% tanto en cuanto al número de operaciones como en cuanto a su importe. En el cuadro 12 se presentan los flujos de pago en TARGET en el 2005, comparándolos con los del año anterior.

En el 2005, la disponibilidad total de TARGET, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar TARGET durante el horario de funcionamiento del sistema, alcanzó el 99,83% (véase cuadro 13). En promedio, el 95,59% de los pagos entre Estados miembros fue procesado en menos de cinco minutos.

MEDIDAS DE CONTINGENCIA PARA PAGOS SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES EN TARGET

Debido al papel crucial que desempeña el sistema TARGET en el mercado y a la amplia cobertura que ofrece, es fundamental que cuente con el nivel de protección adecuado frente a un amplio abanico de riesgos, a fin de garantizar que su funcionamiento sea fluido y seguro. Es de vital importancia que los pagos sistémicamente importantes –es decir, aquellos que podrían causar un riesgo sistémico si no se procesan a su debido tiempo– se efectúen sin demora, aún en circunstancias anómalas. El Eurosistema ha establecido planes de contingencia para que dichos pagos se procesen de forma adecuada, incluso en el caso de un mal funcionamiento de TARGET. En el 2005, los bancos centrales, a menudo con la participación de las entidades de crédito, llevaron a cabo diversas pruebas, que demostraron la eficacia de las medidas de contingencia de TARGET y que confirmaron que el Eurosistema se encuentra en condiciones de garantizar que los sistemas de pago y los mercados financieros pueden continuar funcionando correctamente en una situación de crisis.

CONEXIÓN A TARGET DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En octubre del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que tras la ampliación de la UE, se permitiría –pero no se obligaría– a los BCN de los nuevos Estados miembros que se conectaran al sistema TARGET. Dado el escaso tiempo de vida que le queda al actual sistema TARGET, y con el fin de ahorrar costes, el Eurosistema ha desarrollado alternativas a la plena integración que permite a los BCN de los nuevos Estados miembros conectar sus sistemas al sistema TARGET actual.

Polonia fue el primer nuevo Estado miembro en integrarse en TARGET. El 7 de marzo de 2005, el SLBTR en euros del Narodowy Bank Polski (SORBNET-EURO) se conectó a TARGET a través del SLBTR de la Banca d'Italia (BI-REL).

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET ¹⁾

Número de operaciones	2004	2005	Variación (%)
Pagos totales			
Total	69.213.486	76.150.602	9
Media diaria	267.234	296.306	10
Pagos intra-Estado miembro ²⁾			
Total	52.368.115	58.467.492	10
Media diaria	202.193	227.500	11
Pagos entre Estados miembros			
Total	16.845.371	17.683.110	5
Media diaria	65.040	68.806	5
Importe (mm de euros)			
Pagos totales			
Total	443.992	488.900	9
Media diaria	1.714	1.902	10
Pagos intra-Estado miembro ²⁾			
Total	297.856	324.089	8
Media diaria	1.150	1.261	9
Pagos entre Estados miembros			
Total	146.137	164.812	11
Media diaria	564	641	12

Fuente: BCE.

1) Los días operativos fueron 259 en el 2004, y 257 en el 2005.

2) Incluye los pagos de participantes remotos.

Cuadro 13 Disponibilidad total de TARGET

(en porcentaje)

SLBTR	2005
EPM (BCE)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
Disponibilidad total del sistema	99,83

Fuente: BCE.

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

El SEBC mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET, con el fin de prestar la debida atención a sus necesidades y de darles la respuesta adecuada. Al igual que en años anteriores, en el 2005 se celebraron reuniones periódicas entre los 16 BCN conectados a TARGET y los grupos de usuarios nacionales. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2, del SEBC, y del Grupo de Trabajo de TARGET del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa del sistema. Los asuntos estratégicos se abordaron en el Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros, un foro en el que se encuentran representados los directivos de las entidades de crédito y de los bancos centrales. En su calidad de gestor de uno de los SLBTR más grandes del mundo, el Eurosistema mantiene estrechas relaciones con los gestores de SLBTR de otras áreas monetarias. El aumento de estas relaciones, debido, por ejemplo, a las operaciones del sistema *Continuous Linked Settlement*, hace necesario un debate conjunto sobre cuestiones operativas.

2.2 TARGET2

El 8 de febrero de 2005, el BCE publicó el primer informe de situación sobre TARGET2. Dicho informe contenía información referida a las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en diciembre del 2004 sobre los servicios de TARGET2, la estructura de precios para los servicios básicos y la migración a este sistema, además de una descripción general del plan de acción del proyecto.

El segundo informe de situación se publicó el 21 de octubre de 2005. En él se exponían las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno relativas a la fecha prevista para el inicio de TARGET2, las fechas de las distintas etapas de migración, la estructura de precios del servicio de agrupación de cuentas y la liquida-

ción de sistemas vinculados. Asimismo, se presentaba una estructura de precios para los servicios básicos de TARGET2, que será consultada con la comunidad bancaria previamente a la adopción de una decisión definitiva. Por último, el informe facilitaba información detallada sobre el horario de TARGET2 y los trabajos en curso sobre planes de contingencia.

Los trabajos preparatorios llevados a cabo en el 2005 estuvieron en su mayor parte relacionados con la conclusión de las especificaciones funcionales. A finales de agosto de 2005 se ultimó, en estrecha colaboración con los usuarios de TARGET, una versión provisional de las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios. La versión final de estas especificaciones (versión 2.0) fue puesta a disposición de los usuarios el 30 de noviembre. Su conclusión permitió progresar en el desarrollo y los trabajos técnicos de la plataforma compartida única de TARGET2, así como en la adaptación de los sistemas internos de los distintos participantes para su conexión al nuevo sistema.

Por lo que se refiere a la fecha prevista de inicio, el Consejo de Gobierno comunicó al mercado, el 17 de junio de 2005, que el período de consulta con los usuarios había finalizado y que la fecha para el comienzo de la primera etapa de migración se fijaría para el segundo semestre del 2007. Tras una evaluación exhaustiva de la planificación, se decidió que el 19 de noviembre de 2007 sería la fecha de inicio de la migración del primer grupo de países. Se espera que todos los bancos centrales participantes en TARGET2, junto con la comunidad bancaria de sus respectivos países, utilicen ya el nuevo sistema a partir de finales de mayo del 2008. El Sveriges Riksbank y el Bank of England han decidido no conectarse a TARGET2.

Otra importante cuestión en la que se centraron los trabajos en el 2005 fueron los preparativos para las pruebas y la migración. El Eurosistema acordó dividir la migración en cuatro etapas, reservando la última exclusivamente para contingencias. En cada etapa migrará un grupo de BCN y sus respectivas comunidades bancarias.

Las fechas establecidas para cada una son: 19 de noviembre de 2007, 18 de febrero de 2008, 19 de mayo de 2008 y 15 de septiembre de 2008 (en el caso de que sea necesario utilizar la etapa para contingencias). En mayo del 2005, el Euro-sistema publicó los perfiles de migración nacionales que describen el uso de los diferentes módulos a partir de la fecha en que los bancos centrales migren a TARGET2. Las pruebas se llevarán a cabo con los usuarios, de acuerdo con las etapas de migración. En cada etapa, las pruebas se dividirán en diversas categorías, por ejemplo, a nivel institucional, a nivel de comunidades bancarias nacionales y a nivel europeo. Está previsto que las pruebas con los bancos centrales comiencen en los primeros meses del 2007. A finales de octubre del 2005 se publicó en los sitios web de los BCN una descripción general de los aspectos referentes a la planificación y la organización de las pruebas con los usuarios.

La estructura de precios contemplada para los servicios básicos tiene por finalidad cumplir dos objetivos básicos. En primer lugar, debería garantizar un amplio acceso al sistema, lo que significa que no debería desanimar a las entidades de menor tamaño a participar directamente. En segundo lugar, debería ser atractiva para los principales participantes en el mercado, que representan una proporción muy importante de las operaciones realizadas actualmente a través de TARGET. La estructura de precios presentada en el segundo informe de situación permite a los participantes elegir entre i) una reducida tarifa mensual de 100 euros mas una tarifa fija de 0,80 euros por operación y ii) una tarifa mensual de 1.250 euros mas una tarifa decreciente en función del número de pagos procesados de entre 0,60 y 0,20 euros por operación. La tarifa mensual consiste en una cantidad fija que todos los participantes han de pagar por cada cuenta de liquidación. Las tarifas medias previstas en la estructura de precios contemplada son para la mayoría de países considerablemente más reducidas que las vigentes en el actual sistema TARGET. Todos los bancos centrales, independientemente de sus respectivas fechas de migración, sólo aplicarán los pre-



cios de TARGET2 cuando los países del tercer grupo de migración se hayan incorporado a la plataforma compartida, es decir, a partir de mayo del 2008.

Asimismo, parte del trabajo estuvo dedicado a diversos aspectos contractuales y legales relativos a TARGET2, así como a cuestiones relacionadas con el marco operativo (por ejemplo, planes de contingencia e interacción con los sistemas vinculados). El Eurosistema continuará el fructífero diálogo y la estrecha cooperación que mantiene con los usuarios de TARGET durante el período restante hasta la finalización del proyecto y seguirá informando con regularidad sobre los progresos realizados.

2.3 USO TRANSFRONTERIZO DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

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

El importe de activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema aumentó de 370 mm de euros en diciembre del 2004 a 444 mm de euros en diciembre del 2005. En conjunto, a finales del 2005 los activos de garantía transfronterizos representaban el 49,1% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Estas cifras confirman la tendencia observada en los años anteriores de creciente integración de los mercados financieros de la zona del euro y de una mayor predisposición de las entidades de contrapartida a mantener en sus carteras activos emitidos en otro país de la zona del euro.

MODELO DE CORRESPONSALÍA ENTRE BANCOS CENTRALES

El MCBC sigue siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema, representando en el 2005 el 36,7% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC pasaron de 298 mm de euros a finales del 2004 a 353 mm de euros a finales del 2005.

Las labores de revisión de los procedimientos técnicos y operativos del MCBC se iniciaron en el 2005, con vistas a la próxima aplicación del nuevo marco de activos de garantía aprobado por el Consejo de Gobierno en julio del 2005. Este marco prevé una lista única de activos admitidos y permite que los préstamos bancarios se utilicen como garantías en cualquier país de la zona del euro. Además, se han adoptado medidas iniciales para integrar a algunos de los nuevos Estados miembros en el ámbito del MCBC con vista a la futura ampliación de la zona del euro.

Al no existir en el mercado una alternativa amplia al MCBC, que fue concebido como una medida transitoria a falta de otras soluciones de mercado en la zona del euro, el BCE inició un estudio sobre las distintas maneras de desarrollar un marco operativo para la gestión de los activos de garantía del Eurosistema.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los SLV nacionales pueden interconectarse mediante acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan el movimiento transfronterizo entre sistemas de los valores admitidos. Una vez transferidos a otro SLV mediante estos enlaces, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 59 enlaces, pero sólo se usa activamente un número limitado de ellos. Además, estos enlaces abarcan sólo una parte de la zona del euro. Los enlaces pueden llegar a ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen con los nueve estándares⁶ del Eurosistema como usuario. El Eurosistema evalúa los nuevos enlaces o cambios en los existentes en relación con los estándares. En el 2005, se evaluaron positivamente las mejoras introducidas en tres enlaces admitidos ya existentes.

Los activos de garantía mantenidos a través de estos enlaces aumentaron de 72 mm de euros en diciembre del 2004 a 91 mm de euros en diciembre del 2005, representando el 8,6% de los activos de garantía totales, transfronterizos y nacionales, mantenidos por el Eurosistema en el 2005.

En el 2005 se decidió que los enlaces indirectos entre SLV en los que un tercer SLV actúa como intermediario que cumplen los estándares del Eurosistema como usuario podrían ser admitidos para la transferencia transfronteriza de los activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Este tipo de enlaces es un mecanismo técnico y contractual que permite que dos SLV no conectados directamente liquiden una operación a través de un tercer SLV. Con el objeto de impedir que el Eurosistema quede expuesto a riesgos inadmisibles, estos enlaces se consideran aceptables sólo si el enlace mismo y el SLV con el que opera cumplen los estándares

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

res del Eurosistema como usuario. En este contexto se ha desarrollado una metodología para la evaluación de enlaces indirectos con un SLV como intermediario por parte del Eurosistema. En el año 2005 se inició una primera ronda de evaluaciones de estos enlaces indirectos.

3 BILLETES Y MONEDAS

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

DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

En el 2005, el importe de los billetes en euros en circulación se situó en 565,2 mm de euros, lo que supuso un incremento de 63,9 mm de euros con respecto al año anterior (véase gráfico 42). La tasa de crecimiento interanual descendió, desde el 15% observado en el 2004, hasta cerca del 12,8% registrado en el 2005. El número de billetes en circulación se elevó hasta 10.400 millones a finales del 2005, con una tasa de crecimiento interanual del 7,4%, frente al 6,8% del año anterior (véase gráfico 43). Los análisis estadísticos indican que el aumento sostenido de la demanda de billetes en euros se origina, en parte, fuera de la zona del euro. Se estima que entre el 10% y el 20% de los billetes en euros en circulación están en manos de no residentes en la zona, principalmente como depósito de valor o como moneda paralela.

Al igual que lo ocurrido todos los años desde la introducción de la moneda única, en el 2005 se observó un mayor incremento del importe de los billetes en euros en circulación que del número de billetes, señal de que persiste la fuerte demanda de billetes de alta denominación. El crecimiento de las distintas denominaciones fue similar al registrado en el 2004: el número de billetes de 5, 10, 20 y 200 euros en circulación

creció moderadamente, entre el 3,1% y el 3,9%, mientras que los billetes de 50, 100 y 500 euros aumentaron considerablemente, hasta el 11,4%, el 10,8% y el 20,9%, respectivamente (véase gráfico 44).

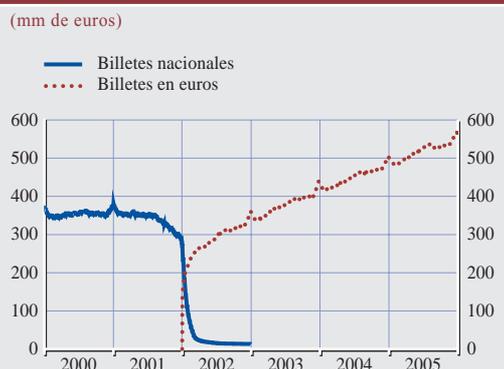
Desde enero del 2003 se ha observado un crecimiento constante de las monedas en euros en circulación, tanto en términos de número de monedas como de su importe. En el 2005, el importe de las monedas en euros en circulación (esto es, la circulación neta excluidas las reservas de los BCN) se elevó un 8,5%, desde 15,3 mm de euros hasta 16,6 mm de euros. El número de monedas en circulación se incrementó un 12,1%, desde 56.200 millones a 63.000 millones. El notable aumento del número de monedas estuvo originado, en gran parte, por la creciente demanda de monedas de baja denominación.

MANEJO DEL EFECTIVO POR EL EUROSISTEMA

En el 2005 prosiguió la ligera tendencia al alza observada en años anteriores en el pago y en el ingreso de billetes en euros. El volumen de pagos de los BCN ascendió a 31.300 millones de billetes y los ingresos alcanzaron los 30.600 millones.

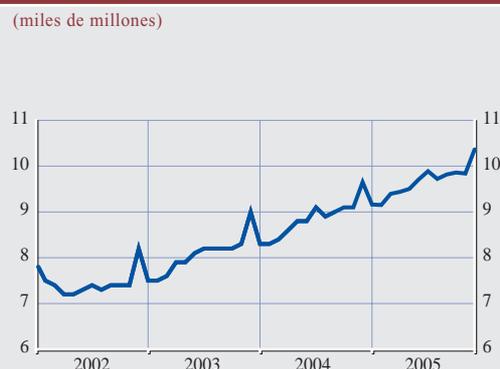
La autenticidad de todos los billetes en euros que vuelven a los BCN de la zona del euro y su aptitud para retornar a la circulación son debi-

Gráfico 42 Importe total de los billetes en circulación entre los años 2000 y 2005



Fuente: BCE.

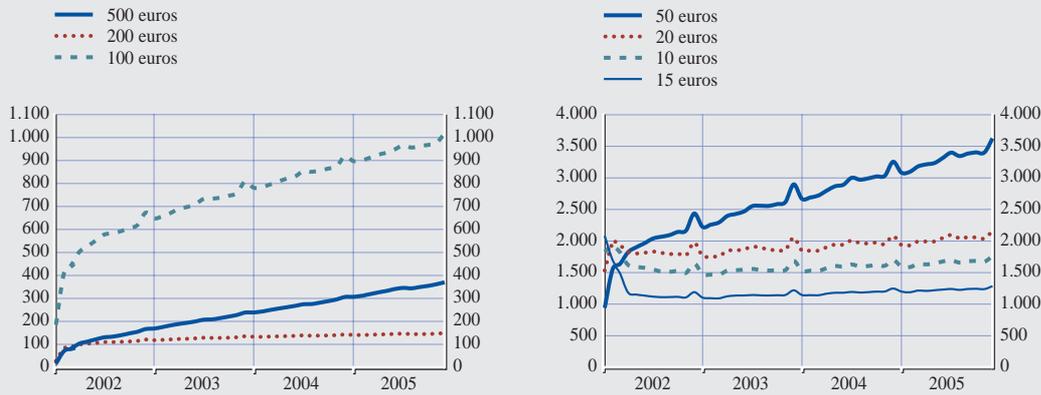
Gráfico 43 Número total de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2005



Fuente: BCE.

Gráfico 44 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2005

(millones)



Fuente: BCE.

damente comprobadas mediante máquinas de tratamiento de billetes totalmente automatizadas. En el 2005 fueron tratados de esta manera aproximadamente 1.000 millones más de billetes que el año anterior, y se destruyeron unos 4.300 millones de billetes que, por su estado de uso, no eran aptos para volver a la circulación.

3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y ACTIVIDADES DE DISUASIÓN

FALSIFICACIÓN DE BILLETES

El número de falsificaciones registradas de billetes en euros se mantuvo estable en el 2005. En el período transcurrido entre comienzos del 2004 y finales del 2005 se retiró de la circulación un promedio de unos 49.000 billetes falsos al mes. El número total de billetes falsos recibidos por los Centros Nacionales de Análisis⁷ en el 2005 fue aproximadamente de 582.000, cifra muy similar a la del 2004, año en el que se reci-

bieron 594.000 billetes falsos. El público puede confiar en la seguridad del euro, pues es una moneda bien protegida, tanto por la sofisticación de sus elementos de seguridad como por la eficacia de los cuerpos y fuerzas de seguridad europeos y nacionales. No obstante, el BCE aconseja al público que permanezca atento y que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire»⁸. El gráfico 45 muestra la tendencia de los billetes falsos retirados de la circulación, con datos tomados en intervalos semestrales desde la introducción de los billetes en euros. En el cuadro 14 se observa que el billete de 50 euros ha sido el más falsificado. Desde el 2004, la proporción de billetes falsos de 50 euros ha aumentado, mientras que el porcentaje de billetes falsos de 100 euros ha experimentado un descenso equivalente.

DISUASIÓN DE LA ACTIVIDAD DE FALSIFICACIÓN

El BCE sigue colaborando estrechamente con los BCN de la zona del euro, Europol y la Comisión Europea (en particular, la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude, OLAF) en la lucha contra la falsificación del euro. El Eurosistema imparte cursos de formación sobre el reconoci-

Cuadro 14 Distribución de billetes falsos por denominación

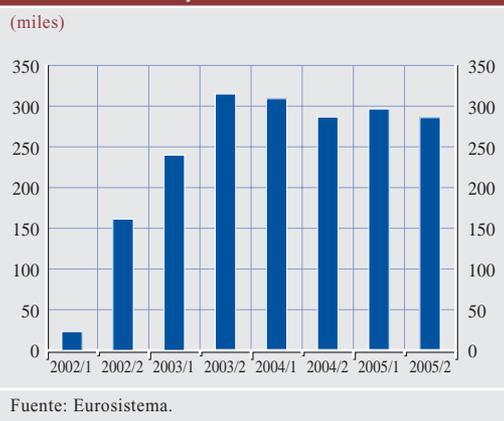
	€5	€10	€20	€50
Porcentaje	1	7	21	59
	€100	€200	€500	Total
Porcentaje	7	4	1	100

Fuente: Eurosistema.

7 Centros establecidos en cada uno de los Estados miembros de la UE en los que se realiza el análisis de los billetes falsos en euros a escala nacional.

8 Para más detalles, véase <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

Gráfico 45 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2005



miento y el manejo de billetes falsos a las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. Estos cursos se realizan tanto en la UE como en otros países.

El Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones (CIDF) evalúa los nuevos equipos de reproducción y los sistemas de disuasión de falsificaciones y presta su apoyo al Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones, integrado por 27 bancos centrales que colaboran bajo los auspicios de los gobernadores de los bancos centrales del G-10. El uso creciente de sistemas de disuasión de falsificaciones ha incrementado notablemente la actividad del CIDF. Se sigue desarrollando la infraestructura de lucha contra la falsificación y ha mejorado, en particular, la información que, sobre estos temas, se proporciona a los ciudadanos a través de la dirección en Internet www.rulesforuse.org.

3.3 EMISIÓN Y PRODUCCIÓN DE BILLETES

MARCO PARA LA DETECCIÓN DE BILLETES FALSOS Y LA SELECCIÓN DE BILLETES APTOS PARA LA CIRCULACIÓN

Con el fin de garantizar la autenticidad y el buen estado de uso de los billetes en circulación, el BCE publicó, en enero del 2005, un marco para la detección de billetes falsos y la selección de

billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. El marco establece una política común para el reciclaje de los billetes recibidos de sus clientes por las entidades de crédito y por otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. Además, ofrece a estas entidades asistencia para el cumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 6 del Reglamento (CE) n° 1338/2001 del Consejo relativo a la detección y retirada de billetes falsos en euros. Para garantizar la uniformidad en la aplicación del marco en todo el Eurosistema, el Consejo de Gobierno adoptó un manual de procedimiento en diciembre del 2005. Los BCN serán responsables de la aplicación de lo dispuesto en el marco, tomando en consideración la situación nacional respectiva (entre otros aspectos, el contexto económico, la estructura bancaria, la red existente de sucursales del BCN y el papel del BCN en el ciclo del efectivo), a más tardar, antes del final del 2006. Además, habrá un período de transición de dos años, que concluirá como máximo a fines del 2007, para la adaptación de los procedimientos y de las máquinas existentes utilizadas por las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo.

Un aspecto fundamental del marco es la obligación de las entidades de crédito y de otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de comprobar la autenticidad y, conforme a los criterios mínimos para el reciclaje, la aptitud para volver a circular de todos los billetes en euros recibidos de unos clientes y redistribuidos a otros. Las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo que decidan no reciclar billetes seguirán contando con la posibilidad de que sus necesidades de billetes sean satisfechas por sus respectivos BCN.

Los billetes dispensados por entidades de crédito a través de cajeros automáticos se comprobarán mediante máquinas de tratamiento sometidas a las pruebas realizadas por los BCN de la

zona del euro para el cumplimiento con las disposiciones del marco. Se espera que otras organizaciones que gestionan cajeros automáticos, particularmente minoristas, efectúen las oportunas comprobaciones de autenticidad y aptitud conforme a las normas establecidas en este marco. El Eurosistema llevará a cabo un seguimiento de la evolución a este respecto.

El marco también estipula que las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo han de facilitar a los BCN información sobre sus actividades de manejo de efectivo, con el fin de que el Eurosistema pueda verificar el cumplimiento de lo dispuesto en el marco. En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno acordó que el Eurosistema, previa consulta con el sector bancario, establecería los detalles sobre la recopilación de estos datos. A tal fin, el Eurosistema creó un grupo de trabajo conjunto, en el año 2005, con representantes del Grupo de Trabajo de Efectivo del Consejo Europeo de Pagos y de la Asociación Europea de Transportes de Fondos. Siguiendo un enfoque basado en la eficiencia en términos de costes, se requerirá de las instituciones que reciclan billetes en euros a través de cajeros automáticos un conjunto limitado de información fundamental acerca de la infraestructura para el manejo del efectivo y de datos operativos relativos al procesamiento de billetes.

ESTABLECIMIENTO DE UN PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA

El BCE está considerando establecer un programa piloto de custodia externa (ECI, en sus siglas en inglés) de billetes en euros para facilitar su distribución internacional y mejorar el control de su circulación fuera de la zona del euro, dado que se estima que entre el 10% y el 20% del importe total de los billetes en euros en circulación está fuera de dicha zona. Un ECI es un depósito de billetes mantenido en un banco privado (banco ECI) que se encarga de su custodia. En el marco de dicho programa, los bancos ECI darían cuenta del destino y el origen de los billetes comprados y vendidos, recopilarían información sobre los billetes falsos incautados



y separarían los billetes no aptos para la circulación, proporcionando al Eurosistema, de este modo, datos sobre el uso de la moneda única fuera de la zona del euro y sobre sus falsificaciones. Los bancos participantes en el programa también podrían canalizar información relativa a la introducción de una nueva serie de billetes en euros y facilitarían la sustitución de la serie antigua. Antes de adoptar una decisión final sobre la creación y el funcionamiento de este programa, el BCE estudiará el establecimiento de un proyecto piloto de un año de duración con dos bancos radicados en Asia.

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En el 2005 se fabricaron 3.630 millones de billetes en euros, en comparación con 1.600 millones en el 2004. El crecimiento de la producción en el 2005 fue consecuencia de los siguientes factores: i) la reducción del nivel de reservas de los BCN en el 2004, ii) el aumento de los billetes en circulación en el 2005, iii) el incremento del número de billetes en circulación que había que sustituir, y iv) la decisión de producir en el 2005 una parte de las necesidades futuras de billetes. Esta decisión debería reducir los picos de fabricación en el futuro y propiciar un uso más eficiente de la capacidad de producción en los próximos años.

Cuadro 15 Asignación de la producción de billetes en euros en el 2005

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
€5	530	FR
€10	1.020	DE, GR, IE, AT
€20	700	ES, FR, NL, PT, FI
€50	1.100	BE, DE, ES, IT, NL
€100	90	IT
€200	-	-
€500	190	DE, LU
Total	3.630	

Fuente: BCE.

En el 2005, la asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado adoptado en el 2002. Según este procedimiento, cada BCN de la zona del euro es responsable de producir, para determinadas denominaciones, la parte que tiene asignada dentro del total de billetes necesarios. En el cuadro 15 figura un resumen de la asignación de la producción en el 2005.

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

Tras la aprobación del plan marco para el diseño, la impresión y la emisión de una segunda serie de billetes en euros por parte del Consejo de Gobierno, se ha comenzado a trabajar en este proyecto, que está progresando adecuadamente. Las principales etapas del proyecto son la determinación de los requerimientos funcionales y técnicos de distintos grupos de usuarios de billetes, la validación industrial para identificar posibles problemas en el proceso de impresión a gran escala, el diseño y la preparación de originales, la producción piloto de la serie, la impresión a gran escala y la emisión escalonada.

A partir de estudios de mercado y de consultas con asociaciones de consumidores europeos y con la Unión Europea de Ciegos, se están definiendo los requerimientos funcionales básicos para los nuevos billetes, incluida una lista de elementos de seguridad. En el proceso de consulta también han participado los sectores europeos de banca, de transporte de fondos, de comercio al por menor y de máquinas de venta

automática, así como la asociación de fabricantes de máquinas de tratamiento de billetes.

Se prevé que el primer billete de la nueva serie se emita hacia finales de esta década. El calendario exacto de emisión dependerá del desarrollo que alcance el proceso de innovación de los elementos de seguridad y de la situación de las falsificaciones. Las denominaciones actuales de los billetes en euros se mantendrán en la segunda serie, y el diseño se inspirará en el mismo tema de la serie actual, «épocas y estilos de Europa».

4 ESTADÍSTICAS

El BCE, en colaboración con los BCN, compila, elabora y publica una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro y al desempeño de otras tareas del SEBC. Al igual que en años anteriores, el proceso de elaboración de estadísticas en el 2005 se fue completando sin mayores problemas. Además, el BCE publicó nuevas estadísticas de acuerdo con su estrategia a medio plazo en este ámbito, y siguió contribuyendo a la armonización de los conceptos estadísticos, adoptando las medidas para su adecuada implantación en cooperación con las instituciones comunitarias y otros organismos internacionales.

4.1 EVOLUCIÓN GENERAL DE LAS ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos años se han conseguido importantes mejoras en las estadísticas de la zona del euro. Las estadísticas que se producen en la zona del euro tratan de anticipar los cambios que se están produciendo en los mercados financieros y en la economía en general, así como superar las limitaciones identificadas por los usuarios de dentro y fuera del BCE. Para cumplir estos objetivos, el BCE se ha comprometido firmemente a no incrementar innecesariamente los costes y a reducir al mínimo la carga que soportan las entidades declarantes. Por ello, las propuestas relativas a estadísticas nuevas, o sustancialmente modificadas, están sujetas a una valoración de sus costes y beneficios, en la que participan, además de los usuarios, las unidades informantes y los compiladores de estadísticas.

Se ha dado máxima prioridad al diseño y a la elaboración de un sistema de cuentas trimestrales financieras y no financieras por sectores institucionales para la zona del euro, que el Eurosistema está preparando en colaboración con la Comisión Europea (Eurostat) y los institutos nacionales de estadística. Este sistema integrado de cuentas, que se prevé que esté concluido en el año 2007, mostrará las interrelaciones entre los distintos sectores de la economía –concretamente, las sociedades no

financieras, las instituciones financieras, las Administraciones Públicas y los hogares–, así como entre estos sectores y el resto del mundo. Asimismo, proporcionará un marco para analizar las relaciones entre las variables financieras y no financieras en la evolución de la economía, en particular en lo que respecta a saldos tales como el ahorro de los hogares y de las sociedades no financieras, a la inversión, al déficit de las Administraciones Públicas y al PIB. Con el tiempo, este sistema podría contribuir a mejorar el conocimiento de los diversos canales de transmisión de la política monetaria y a analizar mejor el impacto de las perturbaciones económicas en la zona del euro. Por último, las cuentas trimestrales de la zona del euro permitirán realizar un seguimiento de una amplia gama de estadísticas y de indicadores fundamentales en el que los agregados macroeconómicos se integren en una estructura contable coherente.

El BCE también está preparando la compilación de estadísticas armonizadas sobre los intermediarios financieros no monetarios (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones), especialmente de los fondos de inversión, debido a la creciente importancia de estas instituciones en los mercados financieros de la zona del euro.

Los preparativos para la futura ampliación de la zona del euro constituyen otro aspecto esencial de la estrategia a medio plazo del BCE en el ámbito estadístico. El BCE ha estado trabajando estrechamente con los BCN de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro para asegurar que la amplia variedad de datos bajo la responsabilidad del BCE se faciliten desde el mismo momento en que esos países se incorporen a la zona del euro. Todos los Estados miembros de la UE han adoptado una política general para la transmisión de las series históricas más relevantes, con el fin de garantizar que se dispondrá de series temporales suficientemente largas de la zona del euro ampliada.

El BCE colabora estrechamente con Eurostat y otros organismos internacionales y participa

activamente en la actualización en curso de las normas estadísticas internacionales, como el Sistema de Cuentas Nacionales (SNA 93, en sus siglas en inglés) y el Manual de Balanza de Pagos del FMI. La mejora y la aplicación de estas normas estadísticas acordadas internacionalmente, así como las normas de buen gobierno aplicables en el ámbito de las estadísticas, permiten elaborar correctamente los agregados de la zona del euro, hacen posible las comparaciones entre países y contribuyen a la fiabilidad e independencia de las estadísticas oficiales.

4.2 NUEVAS Y MEJORES ESTADÍSTICAS

La modificación del Reglamento del BCE relativo al balance consolidado de las IFM entró en vigor el 1 de enero de 2005. Para preservar la base conceptual de las estadísticas monetarias, este Reglamento obliga a las entidades de crédito y a los fondos del mercado monetario a seguir facilitando datos sobre depósitos y préstamos por el valor nominal, con independencia de lo dispuesto sobre la contabilización de los instrumentos financieros en las Normas Internacionales de Información Financiera.

Desde enero del 2005 el BCE publica un detalle geográfico de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de la zona del euro. Desde abril de 2005 se publica trimestralmente la posición de inversión internacional. Estas nuevas estadísticas facilitan detalles adicionales de los efectos de las operaciones y posiciones transfronterizas en la economía de la zona del euro.

En septiembre del 2005, el BCE empezó a publicar indicadores que miden el grado de integración de los principales mercados financieros de la zona del euro, concretamente, de los mercados monetarios, de renta fija, de renta variable y bancario. Estos indicadores abarcan desde el crédito de las instituciones financieras monetarias a sus clientes no bancarios hasta la negociación de valores de renta variable (véase la sección 3 del capítulo 3).

El BCE introdujo una serie de cambios en su marco jurídico, para permitir la publicación de nuevas estadísticas en el futuro. Como parte de la estrategia, aludida más arriba, de elaborar un conjunto integrado de cuentas financieras y no financieras de los sectores institucionales, de periodicidad trimestral, el Consejo de Gobierno modificó la Orientación del BCE sobre cuentas financieras trimestrales. Esta revisión supone que, a partir del 2006, los Estados miembros facilitarán información más completa y actual de las cuentas financieras trimestrales, con un detalle completo por sectores e instrumentos y, a partir del 2008, información sobre los depósitos y los préstamos de los sectores de contrapartida. Además, la adopción por parte del BCE de la Orientación sobre estadísticas de las finanzas públicas facilitó la integración de las estadísticas de las Administraciones Públicas en las cuentas trimestrales de la zona del euro por sectores institucionales. Desde noviembre del 2005 se publican datos trimestrales sobre la deuda pública de la zona del euro y sobre el ajuste entre déficit y deuda.

En consonancia con el compromiso del BCE de mejorar la disponibilidad y la calidad de las estadísticas de la zona del euro, el Consejo de Gobierno adoptó medidas durante el año 2005 para permitir, únicamente a efectos estadísticos, el intercambio de información estadística de carácter confidencial entre las autoridades estadísticas. El intercambio de información –dentro de la más estricta confidencialidad– evita que se solicite repetidas veces la misma información a las entidades declarantes.

Con el fin de facilitar la constitución de la Zona Única de Pagos para el Euro (véase capítulo 3), el Consejo de Gobierno también dio su aprobación al objetivo de la Comisión Europea de incrementar el montante del umbral a partir del cual hay que declarar la naturaleza de los pagos denominados en euros dentro de la UE, a efectos de las estadísticas de balanza de pagos. Esta propuesta implicará que, a partir de enero del 2008, los bancos no tendrán que informar sobre la naturaleza de los pagos trans-

fronterizos de sus clientes cuyo importe sea inferior a 50.000 euros.

Durante el año 2005 se produjeron mejoras adicionales en lo relativo a la difusión y el acceso a las estadísticas. En el sitio web del BCE, y en los de la mayor parte de los BCN de la zona del euro, se inició la publicación de cuadros estadísticos, que incluyen los agregados de la zona del euro y las contribuciones nacionales a estos agregados. También se continuó trabajando para facilitar el acceso a la información estadística, a través de la dirección del BCE en Internet, a los responsables de la política económica, los medios de comunicación, los analistas, los investigadores del mundo académico y otros usuarios. Está previsto que estos trabajos concluyan en el segundo trimestre del 2006.

4.3 ESTADÍSTICAS PARA EVALUAR EL GRADO DE CONVERGENCIA

El Tratado estipula que el BCE y la Comisión Europea presenten informes de convergencia al menos una vez cada dos años, o a solicitud de un Estado miembro no perteneciente a la zona del euro. Los próximos informes de convergencia se publicarán en el año 2006.

Eurostat facilita los datos estadísticos necesarios para analizar en qué medida los Estados miembros han cumplido los criterios de convergencia relativos a los precios, la situación de las finanzas públicas, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo. El BCE, junto con los BCN de los Estados miembros implicados, presta asistencia a Eurostat proporcionándole estadísticas sobre los tipos de interés a largo plazo y, además, recopila y publica datos estadísticos adicionales que complementan los cuatro indicadores principales.

Dado que la evaluación del proceso de convergencia depende, fundamentalmente, de la calidad y la integridad de las estadísticas en las que se basa, los progresos realizados recientemente en la compilación y difusión de estadísticas, sobre todo de las relativas a las finanzas públi-



cas, han sido objeto de un estrecho seguimiento por el BCE. En este contexto, el BCE ha acogido positivamente las iniciativas que la Comisión Europea puso en práctica en 2005 relativas a la implantación de un Código de buenas prácticas para Eurostat y los institutos nacionales de estadística. Se espera que la adhesión a este código refuerce la independencia, la integridad y la rendición de cuentas de los responsables de las estadísticas en el ámbito nacional y comunitario, lo que resulta fundamental para la elaboración de estadísticas fiables y de calidad en la UE.

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

El objetivo de la investigación económica realizada en el BCE, así como en el Eurosistema en su conjunto, es aportar una base empírica y conceptual sólida a la formulación de la política monetaria. La investigación llevada a cabo en el Eurosistema pretende, por tanto, ampliar el conocimiento acerca del funcionamiento de la economía de la zona del euro y proporcionar análisis, modelos y otras herramientas apropiadas para la ejecución de la política monetaria en la zona y el cumplimiento de otras funciones del Eurosistema.

5.1 TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN

Los trabajos de investigación del año 2005 pueden dividirse en seis áreas principales: macroeconomía y economía monetaria; economía y finanzas internacionales; estabilidad financiera; integración financiera; modelización macroeconómica y herramientas de predicción, y economía general y cuestiones estructurales.

En el área de macroeconomía y economía monetaria, los proyectos finalizados en el 2005 se centraron en explicar las primas de riesgo de la renta fija a partir de sus fundamentos económicos, haciendo posible extraer expectativas de inflación basadas en el mercado de forma más precisa, y en analizar imperfecciones no-ricardianas de los hogares y de los mercados financieros, como en el estudio de las restricciones crediticias y su papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Otros temas analizados fueron la importancia de las fluctuaciones del precio de los activos para la política monetaria, la identificación de las reglas de política apropiadas, el papel del dinero, la importancia de la comunicación en los bancos centrales y las diferencias en la evolución económica de los países de la zona del euro.

En el área de economía y finanzas internacionales, la atención se centró en el impacto del tipo de cambio sobre los precios, la transmisión internacional de las perturbaciones, la distribución de riesgos en una unión monetaria, los determinantes de los desequilibrios mundiales

y la información obtenida a partir de la curva de rendimientos.

La investigación sobre cuestiones estabilidad financiera giró en torno al desarrollo de nuevas técnicas para medir el riesgo de inestabilidad bancaria. En el área de integración financiera, se investigó acerca del diseño y el cálculo de indicadores de integración financiera tanto en la zona del euro como en los nuevos Estados miembros de la UE (véase recuadro 10). También se dio por concluida la investigación realizada sobre el factor de bien público de TARGET2.

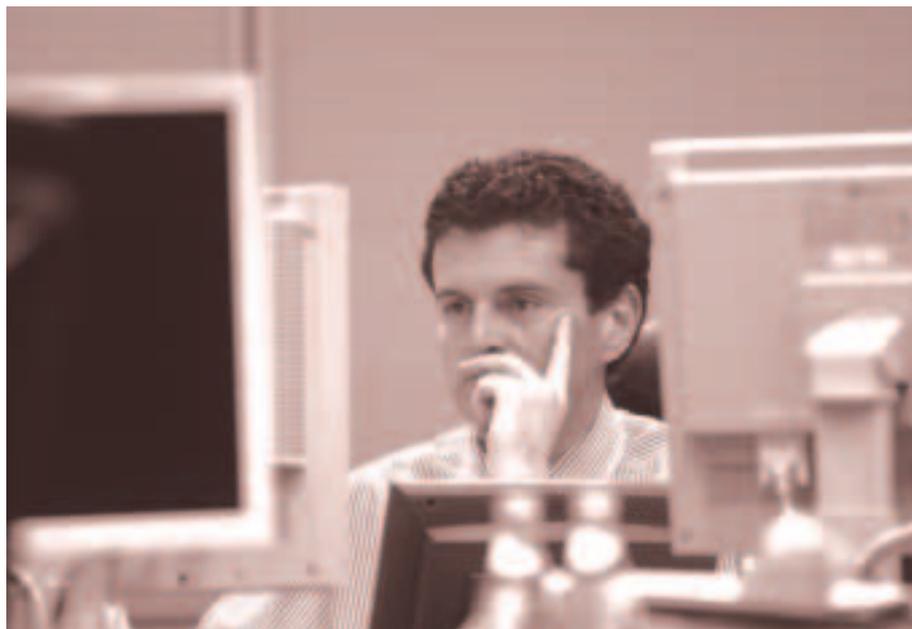
En el 2005 se efectuaron avances significativos en el campo de la modelización macroeconómica con respecto al nuevo modelo para toda la zona del euro del BCE (*area-wide model*), habiéndose incorporado los desarrollos recientes de la teoría macroeconómica en este campo. Si se compara con modelos anteriores, la nueva generación de modelos macroeconómicos, denominados modelos de equilibrio general dinámico y estocástico, se basa en mayor medida en fundamentos microeconómicos y permite un análisis más detallado de las perturbaciones económicas. Los resultados de los trabajos de carácter técnico relativos al nuevo modelo, junto con los primeros resultados empíricos de otro modelo de equilibrio general dinámico y estocástico que incorpora variables monetarias y financieras, se presentaron en una conferencia conjunta con el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal y el Fondo Monetario Internacional en diciembre del 2005.

También se emprendieron trabajos adicionales para mejorar las proyecciones a corto plazo de la inflación y del crecimiento del PIB en la zona del euro, consistentes en analizar la transmisión de las perturbaciones entre países, sectores e industrias, en examinar el poder de predicción de las tendencias de inflación «mundiales» y en investigar los procedimientos adecuados para la selección de modelos. Otras investigaciones examinaron las ventajas comparativas de predecir series agregadas y desagregadas, así como

el contenido informativo de los datos publicados con una periodicidad elevada.

En el área de economía general y de cuestiones estructurales, la investigación realizada en el 2005 arroja luz sobre el impacto de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo, los factores determinantes de la oferta de mano de obra, las diferencias nacionales en las dinámicas de los flujos de trabajo y los salarios reales. Se llevaron a cabo nuevas investigaciones sobre los efectos de la reforma fiscal, especialmente en lo que se refiere a los nuevos Estados miembros de la UE.

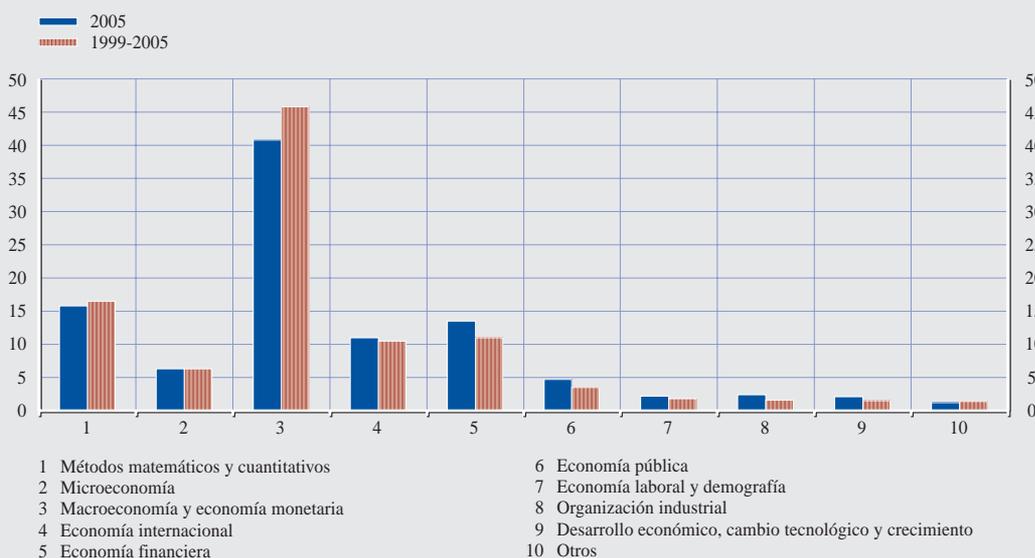
La mayor parte de los resultados de las actividades de investigación realizadas en el BCE o en colaboración con esta institución se presentó en la serie de documentos de trabajo del BCE y, en menor medida, en la serie de documentos ocasionales, así como en diversas conferencias y seminarios. En el 2005, el BCE publicó 145 documentos de trabajo (en comparación con 126 en el 2004). De ellos, 68 (72 en el 2004) fueron elaborados con la participación del personal del



BCE, mientras que 77 (54 en el 2004) fueron escritos por personas no adscritas al BCE en el contexto del programa de investigadores visitantes o de conferencias organizadas por el BCE. Una proporción considerable de los documentos de trabajo elaborados por el personal del BCE desde que se inició la serie en 1999 ya se han publicado o aparecerán próximamente en

Gráfico 46 Serie de documentos de trabajo: Clasificación del Journal of Economic Literature

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

publicaciones académicas (123) o libros (22). Se espera que esta proporción, que ya es significativa, aumente en el 2006, teniendo en cuenta las demoras en la publicación de los trabajos por el tiempo que conllevan los procesos de evaluación previa. En el gráfico 46, que agrupa por temas los documentos de trabajo del BCE según la clasificación del *Journal of Economic Literature*, se muestra que la investigación llevada a cabo en el BCE se centra, fundamentalmente, en aspectos relevantes para la política monetaria. El tema más recurrente de la serie es «macroeconomía y economía monetaria», seguido de «métodos matemáticos y cuantitativos», «economía financiera» y «economía internacional».

Durante el 2005 se celebraron en el BCE una serie de conferencias y seminarios, como el seminario sobre «Monetary policy implementation in the euro area: lessons from the past and challenges ahead»; la tercera conferencia del Foro de Investigación Internacional sobre Política Monetaria; la conferencia titulada «What effects is EMU having on the euro area and its member countries?»; un seminario conjunto con el Centro de Investigación sobre Política Económica (CEPR, en sus siglas en inglés) sobre «Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?»; un seminario organizado por el BCE y el BPI acerca de la «Macro-finance modelling of the term structure of interest rates»; la novena conferencia anual CEPR-European Summer Institute relativa a las «Structural reforms and economic growth»; la cuarta conferencia conjunta de bancos centrales sobre «Risk measurement and systemic risk» en colaboración con el Banco de Japón y el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal bajo los auspicios del Comité sobre el Sistema Financiero Global, y el cuarto seminario sobre técnicas de predicción, titulado «Forecast evaluation and conditional forecasts».

5.2 REDES DE INVESTIGACIÓN

Con frecuencia la investigación del BCE se lleva a cabo en un marco de redes organizadas, com-

puestas por grupos de investigadores que participan conjuntamente en amplios proyectos de objetivos múltiples y que pueden incluir economistas del BCE, de los BCN de la zona del euro, de otros bancos centrales e instituciones con responsabilidades en el ámbito de la política económica, así como investigadores del mundo académico. El BCE, en ocasiones en colaboración con otras instituciones, coordina y facilita apoyo organizativo a estas redes.

La red sobre persistencia de la inflación del Eurosistema (*Eurosystem Inflation Persistence Network*), en la que participaban investigadores de todos los bancos centrales del Eurosistema, se creó en el 2003 con objeto de analizar la evolución de la inflación en la zona del euro y en las distintas economías nacionales, dándose por concluidos sus trabajos en el 2005. Para estudiar los fenómenos de la persistencia de la inflación y de la fijación de precios se utilizó un amplio conjunto de datos, entre los que se incluían datos sectoriales e individuales sobre precios de consumo y precios industriales, tasas de inflación macroeconómicas y resultados de encuestas. En el año 2005 se publicaron 23 trabajos relacionados con las actividades de la red en la serie documentos de trabajo del BCE y se recibieron valiosos comentarios de la comunidad académica en las presentaciones efectuadas en la Reunión Anual de la *American Economic Association* y en el Congreso Anual de la *European Economic Association* (véase recuadro 4 para más información).

La red de estudio del ciclo económico de la zona del euro (*Euro Area Business-Cycle Network*), organizada en colaboración con el CEPR, constituye un foro para el análisis del ciclo económico de la zona, y reúne a investigadores del mundo académico, de bancos centrales y de otras instituciones de política económica. En el 2005, la red organizó, por tercera vez, un curso de formación, en el que se abordaron cuestiones en las áreas de series temporales aplicadas y de predicción y que se celebró en la Banca d'Italia. También se organizaron dos seminarios, uno sobre la necesidad de bases de datos en tiempo real para la zona del euro, que tuvo lugar

en el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, y otro sobre la productividad y los ciclos económicos en la zona del euro y en Estados Unidos, celebrado en el Suomen Pankki – Finlands Bank. Los resultados del trabajo de la red pueden consultarse en una base de datos en línea (que incluye 251 documentos) y en la serie de documentos de trabajo, que se publica conjuntamente con el CEPR.

La red de investigación sobre mercados de capitales e integración financiera en Europa (*Research Network on Capital Markets & Financial Integration in Europe*), creada en el 2002 a iniciativa del BCE y del Centro de Estudios Financieros (CFS, en sus siglas en inglés), tratan de impulsar la investigación sobre la integración de los sistemas financieros en Europa y sus vínculos internacionales, con orientación a los aspectos más relevantes de política económica. El BCE y el CFS han decidido que la red continúe con sus actividades hasta el 2007, añadiendo 3 áreas prioritarias: (i) la relación entre la integración financiera y la estabilidad financiera, (ii) la adhesión a la UE, el desarrollo financiero y la integración financiera y (iii) la modernización del sistema financiero y el crecimiento económico en Europa. El programa de investigación denominado «Lamfalussy Fellowship», creado en el marco de la red, también se amplió a estas áreas. En el 2005 se celebró en Viena, en el Oesterreichische Nationalbank, una conferencia de esta red acerca de la evolución, integración y estabilidad financieras en Europa Central, Oriental y Sudoriental, en cuya organización también participó el BCE y el CFS (véase recuadro 10 para más información).

6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

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

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento de las prohibiciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo por parte de los 25 BCN de la Unión Europea y del BCE. Con arreglo al artículo 101, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. En virtud del artículo 102, queda prohibida cualquier medida que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y las instituciones u organismos de la Comunidad a las entidades financieras. En paralelo con el BCE, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

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

En el 2005, el Consejo de Gobierno identificó dos casos de incumplimiento de las mencionadas disposiciones del Tratado y de los reglamentos del Consejo correspondientes. La Banca d'Italia y el Oesterreichische Nationalbank informaron de la adquisición en el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por el

Banco Europeo de Inversiones (BEI). El 13 de octubre de 2005, la Banca d'Italia compró valores en dólares estadounidenses emitidos por el BEI, por importe de 10 millones de dólares, con fines de gestión de las reservas exteriores. El 14 de septiembre de 2005, el Oesterreichische Nationalbank adquirió valores del BEI denominados en dólares estadounidenses, por importe de 200 millones de euros. Dado que el Banco Europeo de Inversiones es un organismo comunitario, tales compras suponen un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria estipulada en el artículo 101 del Tratado y en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo. En el caso de la Banca d'Italia, los instrumentos de deuda del BEI adquiridos en el mercado primario se vendieron el 8 de marzo de 2006. El Oesterreichische Nationalbank vendió los instrumentos de deuda del BEI comprados en el mercado primario a finales de octubre del 2005. Además, ambos BCN adoptaron de forma inmediata medidas para evitar que hechos de este tipo volvieran a producirse en el futuro.

En el 2004⁹, el Consejo de Gobierno identificó un caso de incumplimiento de lo dispuesto en el Tratado y en los Reglamentos del Consejo relacionados. En el contexto de los flujos considerables de retorno de las monedas nacionales a los BCN como consecuencia de la introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002, el Suomen Pankki – Finlands Bank superó, entre octubre del 2001 y febrero del 2004, el límite del 10% de monedas en circulación, establecido en el artículo 6 del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo. No obstante, la situación fue corregida totalmente en marzo del 2004 y desde entonces se han respetado las disposiciones del Tratado.

9 La referencia a acontecimientos relativos al año 2004 en este Informe Anual se justifica por el hecho de que el correspondiente ejercicio de vigilancia por parte del BCE se dio por terminado después de que se cerrara la fecha de recepción de datos para el Informe Anual del 2004.

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado dispone que el BCE será consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico comunitario o de disposición legal nacional que se inscriba en el ámbito de sus competencias¹⁰. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su sitio web. A partir de enero del 2005, los dictámenes sobre proyectos de normas legales nacionales se han publicado, por regla general, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la autoridad que ha efectuado la consulta, siguiendo el procedimiento vigente para dictámenes relativos a proyectos de disposiciones legales de la UE. En junio del 2005, el BCE publicó una «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», elaborada para ofrecer asistencia e información práctica a las autoridades nacionales.

En el 2005, el BCE emitió 61 dictámenes, 13 en respuesta a consultas formuladas por el Consejo de la UE y 48 en respuesta a consultas formuladas por las autoridades nacionales. El incremento respecto a los 39 dictámenes emitidos en el 2004 se debió al mayor número de consultas por parte de los nuevos Estados miembros durante su primer año completo de pertenencia a la UE. En uno de los anexos de este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en el 2005.

En sus dictámenes sobre los nuevos reglamentos del Consejo de la UE sobre vigilancia y sobre el procedimiento de déficit excesivo para la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento¹¹, el BCE ha insistido en que el saneamiento de las finanzas públicas es esencial para el buen funcionamiento de la UEM y constituye un requisito para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión en la zona del euro. Por otra parte, el BCE estimó necesario el mantenimiento de un procedimiento de déficit excesivo que tenga credibilidad e incluya un calendario estricto (véase también la sección 1.1 del capítulo 4). El BCE también fue consultado

acerca del reglamento del Consejo relativo a la futura adopción del euro por parte de los nuevos Estados miembros¹². El BCE consideró que la duración máxima del período de transición entre la introducción del euro como la moneda de los nuevos Estados miembros y la introducción de los billetes y monedas en euros no debería ser superior a tres años, y que incluso debería recomendarse el establecimiento de períodos de transición más cortos. El BCE también ha recalcado la importancia del requisito de que el nombre de la moneda única sea el mismo en todas las lenguas oficiales de la UE, teniendo en cuenta la existencia de distintos alfabetos¹³.

El BCE siguió recibiendo consultas de las autoridades nacionales sobre cuestiones relacionadas con la independencia de los BCN –entre ellas las de Eslovaquia, España, Italia y Lituania– en cuanto que miembros del SEBC¹⁴, así como sobre modificaciones de los estatutos de los bancos centrales de Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania y Suecia, que surgieron en el contexto del Informe de Convergencia correspondiente al 2004¹⁵. El BCE fue consultado asimismo por las autoridades nacionales sobre asuntos relacionados con el cumplimiento de la prohibición de financiación monetaria contenida en el artículo 101 del Tratado, incluidos un proyecto de disposición legal por la que se autoriza al Oesterreichische Nationalbank a hacer

10 De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido.

11 CON/2005/18 y CON/2005/17 de 3 de junio de 2005.

12 CON/2005/51. El BCE fue consultado, asimismo, por las autoridades nacionales de algunos de los nuevos Estados miembros, entre ellos Eslovenia y Lituania, sobre disposiciones nacionales para facilitar la futura introducción del euro en dichos Estados miembros. (véanse CON/2005/38 y CON/2005/57).

13 El BCE fue también consultado en relación con otros proyectos de actos jurídicos de la UE de los que se trata en otras secciones de este Informe Anual. Entre estos proyectos se incluyen la propuesta de directiva sobre la adecuación del capital (CON/2005/4) y la propuesta de decisión del Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario (CON/2005/7). Para más detalles véase la sección 2 del capítulo 3.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

un depósito en una cuenta especial del FMI, destinada a países afectados por desastres naturales beneficiarios del Servicio para el crecimiento y lucha contra la pobreza¹⁶, y un proyecto de disposición legal por la que se autoriza a la Banca d'Italia a extender líneas de crédito al Líbano¹⁷. El BCE concluyó que el proyecto de disposición legal austriaco se ajustaba a la prohibición referida a la financiación monetaria, en tanto que se situaba en el ámbito de la exención de la legislación comunitaria aplicable a la financiación por parte de los BCN de las obligaciones del sector público frente al FMI¹⁸. Sin embargo, en el caso del proyecto de disposición legal italiano, el BCE concluyó que la financiación propuesta constituiría una forma de financiación monetaria prohibida por el Tratado. En consecuencia, el citado proyecto fue retirado por las autoridades italianas.

El BCE fue consultado por las autoridades nacionales sobre propuestas legislativas relativas al marco de supervisión financiera¹⁹. En su dictamen sobre una propuesta para el establecimiento del Česká národní banka como única autoridad supervisora en la República Checa, el BCE expresó la opinión de que, teniendo en cuenta el cada vez mayor desdibujamiento de las fronteras tradicionales entre las actividades de banca, valores y seguros y las consecuencias que de ello se derivan para la supervisión prudencial y la estabilidad del sistema financiero, la gestión de un BCN con responsabilidad global sobre los mercados financieros tendría mayores posibilidades de obtener mejores resultados que la de varias autoridades supervisoras con competencias limitadas a un sector financiero concreto. En otra consulta sobre la legislación checa relativa a la insolvencia²⁰, el BCE se congratuló del hecho de que en dicho proyecto se reconociese la competencia del Česká národní banka para la supervisión de las entidades de crédito con dificultades financieras y para decidir si procede entablar procedimientos concursales contra ellas.

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

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y en el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamos realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el año 2005, el BCE no llevó a cabo ninguna tarea de gestión, puesto que a finales del 2004 no quedaban saldos pendientes y no se iniciaron nuevas operaciones durante el 2005.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 De conformidad con el artículo 7 del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo de 13 de diciembre de 1993 por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refiere el artículo 101 del Tratado.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

20 CON/2005/36.

SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En enero del 2005, se introdujo en el Eurosistema un nuevo marco para la gestión de los activos de reserva en euros de sus clientes. El nuevo marco –del que pueden hacer uso los bancos centrales, las autoridades monetarias y los organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como las organizaciones internacionales– presta una amplia gama de servicios, que permite a los clientes admitidos gestionar sus activos de reservas en euros de modo eficiente. Entre los servicios se incluyen, desde cuentas de custodia y los servicios de liquidación y de custodia relacionados hasta servicios de efectivo e inversión. Los servicios son ofrecidos en condiciones armonizadas y conforme a los estándares generales del mercado por cada uno de los bancos centrales del Eurosistema en calidad de proveedor exclusivo de servicios del Eurosistema. Los clientes pueden acceder al conjunto completo de servicios incluidos en el nuevo marco a través de cualquiera de estos proveedores.

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

El nuevo marco ha sido muy bien recibido por los posibles clientes. Según la información recogida por el BCE, el número de clientes que han establecido relaciones de negocio con alguno de los bancos centrales del Eurosistema parece ser representativo de la población de posibles clientes a los que se dirige el nuevo marco. Con respecto a los propios servicios, el total de saldos en efectivo de los clientes y/o los valores mantenidos en los bancos centrales del Eurosistema ha aumentado en comparación con la situación anterior a la introducción del nuevo marco. Esto es lo que ha sucedido sobre todo en lo que se refiere a las tenencias de valores públicos de fuera de la zona del euro (es decir, valores emitidos por las Administraciones Públicas de países distintos al del banco central en el que están depositados los valores) en poder de los clientes. Estos también mostraron su aprobación por el mecanismo automático de inversión a un día del nuevo marco, que permite invertir los fondos directamente en el proveedor de servicios respectivo y/o en el mercado, a un tipo de remuneración atractivo.

De acuerdo con la manera en la que los servicios de gestión de reservas se han venido prestando durante muchos años, el nuevo marco se basa en los principios básicos de la gestión de las reservas oficiales, como son la seguridad financiera y jurídica y, aún más importante, la confidencialidad. Los servicios de gestión de reservas conforme al nuevo marco se ofrecen a los clientes tradicionales de los bancos centrales, por lo que de esta forma se atienden las necesidades especiales y las preocupaciones de aquellas instituciones que operan en el mismo ámbito de actividades típicas de un banco central del propio Eurosistema.

Artista

Pep Agut

Título

Read your voice, 2000

Técnica

Técnica mixta

Tamaño

190 x 195 cm.

© BCE y el artista



CAPÍTULO 3

ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

I ESTABILIDAD FINANCIERA

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

1.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

En colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, el BCE lleva a cabo el seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera, con objeto de evaluar la capacidad de resistencia del sistema financiero a las perturbaciones¹. Este seguimiento se centra en las entidades de crédito, que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos de los depositantes a los acreditados en la zona del euro y, como tales, pueden difundir los riesgos al resto del sistema financiero. También son objeto de seguimiento otras instituciones financieras y otros mercados, pues debido a la importancia que han adquirido y a su vinculación con las entidades bancarias, pueden verse afectados por los elementos que vulneran al sistema financiero.

EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2005, aumentó la capacidad de resistencia y de ajuste del sistema financiero de la zona del euro. Las instituciones financieras se beneficiaron de la expansión de la actividad económica mundial, que prosiguió a buen ritmo pese a nuevas subidas de los precios del petróleo, y de la constante mejora de los balances de las grandes empresas de la zona. En este entorno, continuó creciendo la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro y mejoraron los balances de las empresas de seguros. Sin embargo, de cara al futuro, las instituciones financieras están expuestas a ciertos riesgos, derivados, por ejemplo, de la eventualidad de una reducción brusca de los desequilibrios mun-

diales, de la vulnerabilidad propia de estas entidades a correcciones de los precios (que han aumentado en el proceso actual de búsqueda de mayor rentabilidad) en algunos mercados de renta fija y de crédito, y de la posibilidad de nuevos aumentos de los precios del petróleo. Por su parte, los balances de los hogares siguen siendo vulnerables a posibles ajustes de los precios de la vivienda en algunos países.

En el sector bancario de la zona del euro, continuó en el año 2005 la tendencia de recuperación de la rentabilidad de los grandes bancos que empezó a manifestarse en el 2003, aunque en el caso de las entidades que adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en el 2005 resulta más difícil la comparación con los anteriores indicadores de rentabilidad. Cabe destacar que el aumento de la rentabilidad fue generalizado y que se observó incluso en los sectores bancarios nacionales que habían experimentado resultados inferiores a la media en el 2003. La mayor rentabilidad obtenida en el 2005 fue consecuencia, en gran medida, de la reducción de las dotaciones de provisiones para insolvencias, del crecimiento sostenido de los préstamos a los hogares (principalmente, para adquisición de vivienda) y de la incipiente recuperación de los préstamos a las empresas. La reducción de los costes, que había contribuido a la rentabilidad de las entidades de crédito en el 2004, fue menor en el 2005.

Las dotaciones de provisiones para insolvencias continuaron disminuyendo en el 2005, debido al exiguo número de insolvencias registrado en los sectores de hogares y empresas y al escaso deterioro de la calidad de los activos bancarios. Al mismo tiempo, el impacto del riesgo de crédito sobre los balances de las entidades bancarias se vio aminorado por el importante saneamiento total o parcial de los créditos vencidos de años

¹ Desde finales del 2004, el BCE viene publicando un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial Stability Review». En el 2005, publicó también la cuarta edición del informe titulado «EU banking sector stability», que presenta las principales conclusiones obtenidas por el BSC en su labor de seguimiento de la estabilidad del sector bancario. Estas publicaciones se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.

anteriores, al menos en algunos países de la zona del euro. Por otra parte, existen ciertos indicios de que la ratio de cobertura, es decir, la relación entre las provisiones y los activos morosos, descendió en el 2005. Sin embargo, no puede descartarse que la reducción de los flujos, y en algunos países de los saldos, de provisiones pueda dar lugar a provisiones inadecuadas en caso de un deterioro imprevisto del ciclo del crédito.

Si sigue aumentando el endeudamiento de las empresas observado en el 2004 y 2005, las entidades de crédito podrían beneficiarse de una diversificación de sus fuentes de ingresos, que dejarían de depender del sector de hogares. No obstante, pese al incremento del volumen de préstamos, los ingresos netos por intereses, que son el componente básico de la rentabilidad bancaria, siguieron bajando en el 2005, debido a la contracción del margen de intermediación. Este descenso fue resultado del aplanamiento de las curvas de rendimiento, de la persistencia de tipos de interés reducidos y de la fuerte competencia entre las entidades bancarias por los préstamos y los depósitos. En cuanto a los otros productos ordinarios, las entidades de crédito registraron, por lo general, un incremento de los ingresos por comisiones y por actividades de negociación. En algunos casos, estos ingresos fueron lo suficientemente importantes como para compensar ampliamente las menores ganancias derivadas de la transformación de plazos, que es la principal actividad de los bancos.

Pese a la mejora observada en algunos países, los principales coeficientes regulatorios de solvencia del sector bancario de la zona del euro no experimentaron, prácticamente, cambios en el 2004, el último año para el que se dispone de datos consolidados. Los datos disponibles no consolidados de un conjunto de grandes bancos de la zona del euro muestran cierta mejora de los indicadores de solvencia en el 2005.

La rentabilidad y la base de capital del sector de seguros de la zona del euro siguieron aumentando en el 2005, aunque los ingresos por inver-



siones continuaron siendo moderados en un entorno de tipos de interés reducidos. La mejora de los balances de las empresas de seguros distintos del seguro de vida fue resultado de la mayor rentabilidad de las actividades de aseguramiento, a su vez consecuencia de una estricta disciplina en materia de precios. En el sector de seguros de vida, la menor remuneración garantizada del ahorro y la reducción de los costes contribuyeron a incrementar la rentabilidad. Además, las reformas de los sistemas públicos de pensiones que actualmente se están emprendiendo en la zona del euro favorecieron la colocación del ahorro privado en seguros de vida. En el sector de reaseguros, la disminución del importe de las pólizas vendidas contribuyó a un descenso de la rentabilidad.

El sector internacional de *hedge funds* y de fondos de capital inversión continuó creciendo en el 2005. Prosiguieron los flujos de inversión en los *hedge funds* a lo largo del 2005, aunque de forma más moderada en el segundo y tercer trimestre del año, debido a la menor rentabilidad del sector. En particular, en la primavera del 2005 algunas estrategias de crédito se vieron afectadas, tras la reclasificación a una categoría inferior de la calificación crediticia de dos grandes fabricantes de automóviles de Estados Unidos. Por otro lado, dada la presencia creciente de *hedge funds* en los mercados de instrumentos de valor relativo y de productos estructurados complejos, no puede descartarse

que los bancos se vean expuestos a pérdidas futuras en sus operaciones con estos fondos, si aumenta la volatilidad de los mercados de crédito. Sin embargo, una reciente encuesta sobre la exposición al riesgo de los bancos de la UE asociada a sus operaciones con *hedge funds*² puso de manifiesto que, en la mayoría de países, las exposiciones directas eran, por lo general, moderadas en relación con el balance de los bancos, y en comparación con las observadas en entidades similares de Estados Unidos. Ello se debe al hecho de que el mercado internacional de *prime brokerage* está dominado, fundamentalmente, por instituciones financieras estadounidenses. Con todo, es importante que los bancos gestionen adecuadamente los riesgos asociados a sus operaciones con *hedge funds*.

EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL

Los cambios estructurales en el sector bancario pueden afectar a largo plazo a la estabilidad financiera, por ejemplo, por variaciones de las condiciones de la competencia o por un mayor grado de internacionalización. El sector bancario de la zona del euro está experimentando en la actualidad importantes cambios estructurales en el ámbito de la concentración, internacionalización e intermediación financiera y en las estructuras de financiación. Aunque las estructuras del mercado bancario de la zona del euro siguen presentando diferencias en lo que respecta a la concentración, la estructura de la propiedad, la presencia extranjera y el tamaño e importancia de los canales de distribución, estas circunstancias podrían variar como resultado de un mayor volumen de operaciones de fusión y adquisición en el sector y de otros cambios estructurales³.

El ritmo de concentración a escala nacional y transfronteriza ha disminuido en los últimos años, tal y como demuestran el escaso número de fusiones y adquisiciones y la desaceleración del descenso del número de entidades de crédito⁴. Sin embargo, en el transcurso del 2005 se registraron unas importantes operaciones transfronterizas de fusión y adquisición, confirmando los indicios de renovado interés por la concentración transfronteriza observados en el 2004.

En algunos Estados miembros, la concentración interna entre grandes bancos puede estar llegando gradualmente a su fin, dado el alto grado de concentración que han alcanzado los respectivos mercados bancarios. Así pues, a parte del crecimiento orgánico, la principal estrategia de expansión en estos Estados miembros es actualmente la concentración transfronteriza, pese a las barreras que todavía permanecen.

Asimismo, se han observado señales de cambio gradual en las estructuras de los balances de las entidades bancarias, en los que la concesión de créditos está creciendo más rápidamente que la captación de depósitos. Esta tendencia puede ser reflejo, por un lado, de la pérdida de atractivo de los depósitos para los hogares, en un contexto caracterizado por la persistencia de tipos de interés reducidos y una relación variable entre riesgo y rentabilidad y, por otro, de factores estructurales, como el entorno demográfico cambiante, que incrementa la importancia de los planes de pensiones y de los seguros privados. También revela que las entidades de crédito están recurriendo crecientemente, para obtener financiación, a los mercados interbancarios y a instrumentos con base en los mercados de capitales.

Las entidades bancarias de la zona del euro parecen estar trasladando más riesgos a otros sectores de la economía, en lugar de actuar únicamente como intermediarios entre prestamistas y prestatarios, y algunas entidades parecen estar apartándose de la provisión de servicios financieros integrados. No obstante, la financiación bancaria sigue siendo la principal forma de intermediación financiera en la zona del euro⁵.

2 «Large EU banks' exposures to hedge funds», BCE, noviembre del 2005.

3 Para un análisis más detallado de la evolución estructural de los sectores bancarios de la UE y de la zona del euro, véase el informe del BSC titulado «EU banking structures», octubre del 2005, y el artículo titulado «Consolidation and diversification in the euro area banking sector», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2005.

4 El número de entidades de crédito disminuyó un 2,8% en el 2004 y un 2,3% en el 2005 (cifra anualizada con información hasta el tercer trimestre), situándose ligeramente por debajo de 6.300.

5 En relación con el PIB, en el 2005 el crédito interno se situó en el 115% y la capitalización bursátil en el 68%.

Por último, las entidades de crédito se están orientando cada vez más hacia una organización más flexible, mediante la subcontratación de actividades secundarias de su cadena de valor y a través de la especialización en una determinada fase del ciclo de servicios, ya sea, el inicio, la producción, la distribución o la liquidación.

En conjunto, el papel de las entidades bancarias de la zona del euro está evolucionando gradualmente. La financiación directa a través de los mercados de capitales está ganando importancia y los proveedores de servicios financieros no tradicionales podrían adquirir un mayor peso en determinados ámbitos del sector bancario, incrementando así la eficiencia del sistema financiero de la zona del euro y transformando el panorama de los riesgos.

1.2 COOPERACIÓN EN SITUACIONES DE CRISIS FINANCIERA

El marco de la UE para la cooperación en situaciones de crisis financiera entre las autoridades competentes siguió siendo objeto de mejoras en el 2005.

En primer lugar, en mayo los supervisores bancarios, los bancos centrales y los ministros de Finanzas de la UE suscribieron un Memorandum de Entendimiento (el Memorandum) sobre cooperación en situaciones de crisis financiera, que entró en vigor el 1 de julio. El Memorandum, adoptado bajo los auspicios del Comité Económico y Financiero, se aplica a situaciones de crisis que pueden tener consecuencias transfronterizas y sistémicas para las entidades de crédito, los grupos bancarios o los componentes bancarios de grupos financieros, así como a otras perturbaciones sistémicas con repercusiones transfronterizas en los mercados financieros, incluidas las que afectan a los sistemas de pago y a otras infraestructuras de mercado. El Memorandum consta de principios y procedimientos orientados a fomentar el intercambio de información, opiniones y valoraciones entre las autoridades, y la cooperación a escala nacional

y transfronteriza. A estos efectos, el Memorandum prevé también planes de contingencias para la gestión de crisis, pruebas de estrés y ejercicios de simulación. El propio Memorandum será sometido a un ejercicio de simulación de crisis en el 2006.

En segundo lugar, el BSC y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) tomaron conjuntamente en consideración la mejora del marco de gestión de crisis, en lo relativo a las prácticas que han de seguir los bancos centrales y los supervisores para hacer frente a crisis financieras en un contexto transfronterizo.

2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

2.1 CUESTIONES GENERALES

En julio del 2005, la Comisión Europea sometió a consulta pública el Libro Verde sobre la política para los servicios financieros (2005-2010). En su contribución a esta consulta, el Eurosistema subrayó que la mejora del marco de la UE para la supervisión financiera debería realizarse aprovechando en la mayor medida posible el marco Lamfalussy⁶. El Eurosistema se mostró también a favor de una mayor racionalización de las normas financieras, utilizando los principales elementos del citado marco. Podría establecerse una distinción más clara entre los principios básicos (legislación de nivel 1) y los aspectos técnicos (legislación de nivel 2), lo que habría de reforzarse mediante una mayor convergencia de las prácticas de supervisión, también fundamental para garantizar la aplicación uniforme de las normas en todos los Estados miembros. El Eurosistema recalzó, asimismo, la importancia de contar con acuerdos de cooperación eficaces y homogéneos entre las autoridades del país de origen y del país de acogida para la supervisión de los grupos financieros con actividades transfronterizas. Por lo que se refiere a la estabilidad financiera, entre las áreas susceptibles de mejora el Eurosistema señaló el seguimiento de la estabilidad financiera a través de los países y a través de los sectores financieros, la gestión de las crisis y los sistemas de garantía de depósitos.

2.2 SECTOR BANCARIO

Tras la publicación, en junio del 2004, del marco revisado del acuerdo titulado «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards», conocido como Basilea II, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) se centró en las cuestiones relacionadas con la aplicación del acuerdo y en la mejora de algunos aspectos técnicos.

A escala europea, el Acuerdo de Basilea II se ha incorporado a la legislación comunitaria mediante la modificación de la Directiva Bancaria Codificada y de la Directiva sobre ade-

cuación del capital. El Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron los textos legislativos definitivos en septiembre y octubre del 2005, respectivamente. Los Estados miembros habrán de modificar su legislación nacional para incorporar las nuevas normas, que entrarán en vigor a partir del 2007. Además, a finales del 2005, el Comité de Basilea realizó un quinto estudio cuantitativo de impacto (*quantitative impact study*) de las nuevas normas de capital, conocido como «QIS5», cuyos resultados estarán disponibles en la primavera del 2006 y podrían dar lugar a nuevos ajustes cuantitativos del marco. El Comité de Supervisores Bancarios Europeos participó también en el estudio.

El BCE sigue apoyando la labor del Comité de Basilea, a la que contribuye a través de su participación en calidad de observador en el comité y en sus principales subestructuras. Por otro lado, el BCE emitió un dictamen sobre el nuevo marco de capital de la UE, en el que respaldaba, en general, el nuevo conjunto de normas.

El BCE analizó también las posibles repercusiones que un incremento de las actividades bancarias transfronterizas en la UE podría tener en la estabilidad financiera. Este análisis, que se llevó principalmente a cabo a través del BSC, abarca la supervisión financiera, la gestión de las crisis, el seguimiento de la estabilidad financiera y los sistemas de garantía de depósitos. Los resultados obtenidos en este último ámbito han sido útiles para el examen de la Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos que la Comisión Europea está llevando a cabo actualmente⁷.

6 «Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets», 15 de febrero de 2001. Este informe se puede consultar en la dirección de la Comisión Europea en Internet. Véase también el Informe Anual del BCE 2003, p. 124.

7 «Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)», Comisión Europea, 14 de julio de 2005. Se puede acceder al documento de consulta en la dirección de la Comisión en Internet.

2.3 VALORES

En el 2005, los trabajos realizados en el sector de valores se centraron, principalmente, en completar el marco regulador de la UE, mediante la adopción de las medidas de aplicación de nivel 2, todavía pendientes, de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros y de la Directiva sobre transparencia. Dada la importancia de estas medidas para la integración de los mercados financieros europeos y el fomento de la estabilidad financiera, el BCE ha seguido con atención la labor desarrollada en este ámbito, a la que ha contribuido mediante su participación en el Comité Europeo de Valores.

El Eurosistema contribuyó también al debate sobre la revisión del marco Lamfalussy, formulando una serie de observaciones a la consulta pública efectuada por la Comisión Europea sobre este tema. El Eurosistema reiteró su aprobación del marco Lamfalussy, destacando, en particular, que este marco debería utilizarse para racionalizar los requisitos regulatorios actuales y establecer un conjunto común de normas técnicas armonizadas que respondan a las necesidades tanto de los reguladores como de los participantes en el mercado. Con estas normas, los participantes en el mercado que proporcionen servicios transfronterizos dispondrían de una única fuente de derechos y obligaciones en los ámbitos en los que operan.

Por último, el Eurosistema contribuyó al debate sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión, plasmada en el Libro Verde de la Comisión Europea, sobre el que se realizó una consulta pública el 12 de julio de 2005. El Eurosistema puso de relieve que la eliminación de las barreras legales y reglamentarias remanentes podría favorecer una mayor concentración del sector de fondos de inversión y racionalización de los productos ofrecidos, con los consiguientes beneficios para los inversores y para el mercado financiero de la UE. Por lo que se refiere a los *hedge funds*, el Eurosistema respaldó el enfoque adoptado hasta el momento a escala internacional para hacer frente al problema que estos fondos plantean para la estabi-

lidad financiera, vinculándolos con las sociedades reguladas, especialmente con los bancos.

2.4 CONTABILIDAD

El 1 de enero de 2005 entró en vigor el Reglamento (CE) n° 1606/2002, en el que se exige que todas las sociedades con cotización oficial, incluidas las entidades de crédito, elaboren sus estados financieros consolidados de conformidad con las NIIF. Dada la importancia de las normas contables para la estabilidad financiera, el BCE siguió contribuyendo a los trabajos relativos a la implantación del nuevo marco contable de la UE.

Durante el primer semestre del año, los trabajos se centraron en la introducción en la Norma Internacional Contable 39 (NIC 39) de una nueva opción, conocida como opción del valor razonable, relativa al uso del valor razonable⁸ para todas las clases de instrumentos financieros. El diálogo constructivo entre el BCE, el Comité de Basilea y el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) permitió realizar avances, que culminaron con la carta dirigida al IASB por el presidente del BCE en abril del 2005, en la que apoyaba las modificaciones propuestas. El IASB incorporó estas modificaciones a la NIC 39 en junio del 2005.

En este contexto, a través de su participación en calidad de observador en el Grupo de Trabajo de Contabilidad del Comité de Basilea, el BCE contribuyó también a la elaboración de las directrices de supervisión formuladas por el grupo de trabajo. En julio del 2005, el Comité de Basilea publicó un documento de consulta titulado «Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards», que relaciona básicamente, a efectos de supervisión, el uso de

⁸ El valor razonable es el importe por el cual podría ser intercambiado un activo, o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua. En la práctica, el valor razonable es con frecuencia igual al valor de mercado o se estima mediante la utilización de una técnica de evaluación que descuenta los flujos de caja futuros.

la opción del valor razonable con prácticas eficaces de gestión de riesgos⁹.

Los miembros del consejo de administración de la Fundación del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASCF) concluyeron el estudio previo a su constitución en abril del 2005. En respuesta a las observaciones recibidas durante el período de consulta, incluidas las del BCE, el IASCF decidió crear un nuevo Consejo Consultivo sobre Normas, reestructurado para brindar asesoramiento en materia de estrategias generales, y un Grupo Consultivo sobre Nombramientos del Consejo de Administración, al que habrá que consultar antes de nombrar nuevos miembros del consejo de administración. El BCE está representado en ambas instancias.

En el segundo trimestre del 2005, el BSC inició el análisis de la relación entre contabilidad y estabilidad financiera, a fin de conocer las repercusiones en la estabilidad financiera de la introducción de las NIIF y determinar si estas normas contribuyen efectivamente a reforzar la estabilidad financiera.

⁹ Las directrices de supervisión no tienen por objeto establecer requisitos contables adicionales.

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

En el desempeño de sus funciones básicas, el Eurosistema tiene un elevado interés en fomentar la integración financiera en Europa, especialmente en el marco de la zona del euro. En primer lugar, un sistema financiero integrado propicia la transmisión fluida y efectiva de la política monetaria en toda la zona. En segundo lugar, la integración financiera facilita la tarea de mantener la estabilidad financiera encomendada al Eurosistema. También es fundamental para el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación. Por otro lado, de conformidad con el artículo 105 del Tratado, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, el Eurosistema apoya las políticas económicas generales de la Comunidad, entre las que la integración financiera tiene una importancia prioritaria, ya que puede contribuir a promover el desarrollo del sistema financiero y a impulsar el crecimiento económico.

En general, el Eurosistema distingue cuatro tipos de actividades a través de las cuales contribuye a fomentar la integración financiera: (i) propugnar una mayor concienciación de la necesidad de la integración financiera en Europa y realizar un seguimiento de los avances logrados en este sentido, (ii) actuar como catalizador de una acción colectiva del sector privado, (iii) brindar asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y (iv) prestar servicios de banco central encaminados también a fomentar la integración financiera europea. A lo largo del 2005, el BCE prosiguió sus actividades en estos cuatro ámbitos, tal y como se describe a continuación, y continuó desarrollando su labor de investigación sobre la integración financiera (véase recuadro 10).

Recuadro 10

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

El BCE y el Center for Financial Studies (CFS) de Fráncfort han proseguido la investigación sobre los mercados de capitales y la integración financiera en Europa¹. La segunda fase de la investigación, actualmente en marcha, se ha ampliado para incluir tres áreas prioritarias: (i) la relación entre la integración y la estabilidad financieras; (ii) la adhesión a la UE, el desarrollo financiero y la integración financiera; y (iii) la modernización del sistema financiero y el crecimiento económico en Europa.

La primera conferencia celebrada en la segunda fase de los trabajos de la red de investigación fue organizada en Bruselas en mayo del 2005 por el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, en colaboración con el Centre for Economic Policy Research (CEPR). La conferencia, titulada «Competition, stability and integration in European banking», se centró en las prioridades de la red en lo relativo a la competencia entre entidades de crédito, al ámbito geográfico de las actividades bancarias, y a la integración y la estabilidad financieras.

Uno de los principales temas tratados en la conferencia fue la banca transfronteriza en Europa. Los análisis de la entrada de entidades de crédito extranjeras en mercados emergentes, en los que se consideraron los Países de Europa Central y Oriental (PECO), Rusia y Ucrania, sugirieron que la concesión de préstamos en esos países por bancos extranjeros estimula el crecimiento de las empresas en términos de ventas y activos². Ello se aplica incluso a empresas de

1 Para más detalles sobre las actividades anteriores, véase el recuadro 10 del Informe Anual del BCE 2003 y el recuadro 12 del Informe Anual del BCE 2004, así como la información disponible en la dirección de la red en Internet (www.eu-financial-system.org).

2 ECB Working Paper n.º 498, junio del 2005.

menor tamaño, aunque siguen perdiendo cuota de mercado en términos relativos. Por otro lado, la presencia de entidades de crédito extranjeras tiene efectos favorables sobre la disponibilidad de crédito, ya que las empresas nacionales se benefician de tipos de interés más bajos, de ratios entre deuda y activos más altas y de estructuras de vencimientos en el lado del pasivo más largas. Por último, la entrada de bancos extranjeros parece fomentar la dinámica del sector o la «destrucción creativa», al aumentar el número de entradas y salidas de empresas.

La segunda conferencia correspondiente a la segunda fase fue organizada en Viena en noviembre del 2005, en colaboración con el Oesterreichische Nationalbank. Esta conferencia, titulada «Financial development, integration and stability in central, eastern and south-eastern Europe», abordó, en particular, las prioridades de la red en materia de adhesión a la UE, desarrollo financiero e integración financiera. La mayor parte de los resultados sugiere que los mercados (todavía pequeños) de renta variable de los PECO de mayor tamaño (República Checa, Hungría y Polonia) están cada vez más integrados con los de la zona del euro, contrariamente a lo que ocurre con los mercados de renta variable de los PECO de menor tamaño. Existe relativamente poca evidencia de integración de los mercados de deuda pública de los PECO con los de la zona del euro.

Los trabajos de la red proseguirán en el 2006, con una conferencia organizada por el Deutsche Bundesbank y dedicada a la modernización del sistema financiero y al crecimiento económico en Europa, y otra conferencia organizada por el Banco de España y dedicada a la integración y la estabilidad financieras.

SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En septiembre del 2005, el BCE publicó su primer informe y su primer conjunto de indicadores de integración financiera. Estos indicadores proporcionan una valoración global del grado de integración financiera en los principales segmentos del mercado financiero de la zona del euro. Cuando se evalúa la integración financiera, se considera que un mercado de determinados instrumentos o servicios financieros está totalmente integrado si todos los agentes económicos con las mismas características básicas que actúan en ese mercado han de aplicar las mismas normas, tienen las mismas condiciones de acceso y reciben el mismo tratamiento. Se utilizaron dos categorías principales de indicadores, basados, respectivamente, en el precio y en la cantidad. Estos indicadores fueron calculados (en el caso de las desviaciones típicas y de los ratios) o se obtuvieron a partir de modelos econométricos. Se ampliará la gama de indicadores, añadiendo los relativos a las instituciones financieras y a las infraestructuras de mercado.

La evidencia disponible sugiere que el grado de integración varía sensiblemente entre los distintos segmentos del mercado. El mercado monetario sin garantías alcanzó la plena integración poco después de la introducción del euro. Se están realizando también avances significativos en la integración del mercado de repos. Los mercados de deuda pública ya habían logrado un notable grado de integración incluso antes del inicio de la Unión Monetaria, aunque persisten algunos diferenciales de rendimiento, reflejo, entre otras cosas, de diferencias en las calificaciones crediticias de los emisores y en la liquidez de los bonos. El mercado de renta fija privada muestra también un alto grado de integración, y se ha progresado en la integración de los mercados de renta variable. En general, los mercados bancarios, en particular el segmento minorista, están mucho menos integrados, y se siguen observando algunas diferencias entre los países de la zona del euro en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y a los depósitos (véase recuadro 11).

Recuadro 11

COMPARACIÓN INTERREGIONAL DE LOS TIPOS HIPOTECARIOS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se analiza el grado de heterogeneidad que presentan los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro. La conclusión de que los tipos hipotecarios de la zona del euro muestran, en general, una dispersión entre los países de la zona mayor de la que presentan los tipos estadounidenses entre las regiones de Estados Unidos puede sugerir que el mercado hipotecario de la zona del euro está menos integrado. En este contexto, cabe observar que los datos de Estados Unidos utilizados en el análisis no incluyen la dispersión dentro de las regiones, es decir, entre estados.

Gráfico A Dispersión de los tipos de interés variable y a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro y dispersión de los correspondientes tipos de mercado entre las regiones de Estados Unidos

(tipos de interés de las nuevas operaciones; coeficiente de variación)

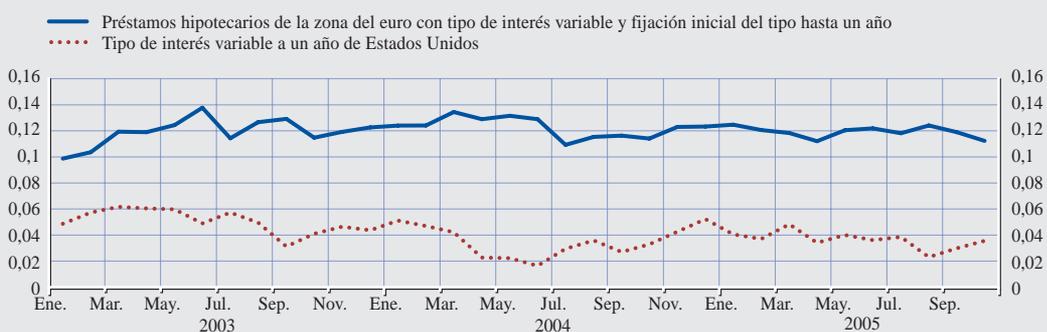


Gráfico B Dispersión de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro y dispersión de los correspondientes tipos de mercado entre las regiones de Estados Unidos

(tipos de interés de las nuevas operaciones; coeficiente de variación)



Fuentes: Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey y BCE.

Notas: Para evitar que los tipos de interés muestren un comportamiento espurio en casos en que el volumen de préstamos sea reducido y volátil, para el cálculo de la dispersión de la zona del euro se han incluido únicamente los países en los que se registra un volumen importante de préstamos. Los datos de Estados Unidos reflejan la dispersión entre las cinco regiones del país (noreste, sureste, centro norte, suroeste, oeste); no puede descartarse que los datos no recojan parte de la dispersión existente dentro de las regiones (es decir, entre los distintos Estados del país), por lo que las medidas de dispersión de Estados Unidos serían ligeramente más altas si se incluyera la dispersión intrarregional. Además, el tamaño de las muestras respectivas puede influir en el grado de la dispersión.

Algunas de las diferencias en los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro pueden explicarse por diferencias en la estructura de financiación de los préstamos hipotecarios, que inciden, probablemente, en el tipo de producto ofrecido. El mercado hipotecario de la zona está todavía fragmentado en lo que respecta a las prácticas de financiación, que incluyen desde los depósitos a los bonos de titulización hipotecaria. Los tipos hipotecarios también pueden diferir en función de las características de los productos, de los períodos de fijación de los tipos de interés y de las preferencias de los clientes (que se traducen en distintos plazos de vencimiento y variaciones en la relación entre el principal y el valor de la garantía), y en razón del grado de regulación del mercado.

En este contexto, entre enero del 2003 y octubre del 2005 la dispersión de los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue mucho más acusada a escala transfronteriza en la zona del euro que a escala interregional en Estados Unidos (véanse gráficos A y B).

CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO

La iniciativa denominada *Short-Term European Paper* (STEP), puesta en marcha y conducida por la Asociación de Mercados Financieros (ACI), promueve la convergencia de las normas en los fragmentados mercados europeos de valores a corto plazo, a través del cumplimiento por parte de los participantes en el mercado de las Normas del mercado STEP, relativas a la difusión de información, la documentación, la liquidación y la remisión de datos. Desde mayo del 2005, la Federación Bancaria Europea apoya esta iniciativa y contribuirá directamente al funcionamiento del mercado STEP. Está previsto que el primer programa de etiquetas STEP empieza a funcionar a comienzos del 2006.

El BCE respalda esta iniciativa y actúa como catalizador de la misma, por ejemplo, proporcionando un foro de debate y el acceso a las consultas públicas de la ACI en su dirección en Internet. El Eurosistema ofrecerá también apoyo operativo. En julio del 2004, el Consejo de Gobierno decidió respaldar, en principio, las actividades relacionadas con la implantación de una etiqueta STEP durante los dos primeros años siguientes a su introducción. La Secretaría de STEP, a cargo de la Federación Bancaria Europea, será responsable de las etiquetas STEP y contará, a estos efectos, con la colaboración de varios BCN de la zona del euro. El Consejo

de Gobierno decidió asimismo, tras verificar la eficiencia en el proceso de recopilación de datos, aceptar la solicitud de elaborar y publicar estadísticas sobre importes y tipos de interés del mercado STEP, de forma regular.

En el 2005, el BCE brindó un apoyo continuado al establecimiento de una zona única de pagos para el euro (SEPA), promoviendo alcanzar con puntualidad el primer objetivo de la SEPA, consistente en que a partir del 1 de enero de 2008 los ciudadanos de la zona del euro puedan utilizar instrumentos de pago de la SEPA para las transferencias, los adeudos domiciliados y las operaciones con tarjeta, de la misma forma que utilizan los instrumentos de pago nacionales existentes. Además, el BCE siguió los trabajos del sector bancario encaminados a conseguir el segundo objetivo: alcanzar a finales del 2010 una infraestructura totalmente desarrollada de la SEPA para las transferencias, los adeudos domiciliados y las operaciones con tarjeta. El BCE respaldó activamente al Consejo Europeo de Pagos, con el que el Eurosistema estableció una coordinación de alto nivel en las reuniones del Grupo de Contacto sobre Estrategia de Pagos en Euros. Para asegurar la participación de todas las partes interesadas, el Eurosistema celebró una serie de reuniones con los usuarios finales de la SEPA, entre los que figuraban las organizaciones de consumidores, las pequeñas y medianas empresas, los minoristas y los tesoro-

meros de empresas. Posteriormente, el BCE empezó a estudiar con las entidades de crédito la mejor manera de incorporar las expectativas y las necesidades de estos grupos en la SEPA. El BCE reconoció la excelente labor desarrollada por el Consejo Europeo de Pagos en la definición de estándares y normas operativas de la SEPA para las transferencias, los adeudos domiciliados y las operaciones con tarjeta, observando, sin embargo, que queda todavía mucho por hacer para superar las barreras nacionales y para satisfacer las distintas necesidades de los usuarios finales. Dado que está prevista la migración de los pagos nacionales a los instrumentos de la SEPA a partir del 2008, el BCE inició un diálogo de alto nivel entre los bancos centrales del Eurosistema y las principales entidades de crédito de la zona del euro para conseguir su compromiso de participar en las inversiones de la SEPA y en la culminación del proyecto.

El BCE llevó a cabo un análisis jurídico y económico de las tasas de intercambio aplicadas por las sociedades procesadoras de pagos con tarjeta dentro de la zona del euro. Por otra parte, el BCE realizó también, en estrecha colaboración con los BCN, una encuesta sobre más de 100 estructuras de pagos electrónicos diferentes de la UE, recogiendo información sobre las últimas innovaciones en materia de pagos electrónicos. Los resultados de esta encuesta estarán disponibles en el 2006.

En el ámbito de la compensación y liquidación de valores, los participantes en el mercado compiten entre ofreciendo soluciones diferentes para alcanzar la integración. Aunque mantiene una posición neutral en cuanto a las soluciones, el Eurosistema promueve enérgicamente la integración. En este contexto, se celebraron reuniones semestrales con el Grupo de Contacto sobre Infraestructuras de Valores en Euros, en las que participaron representantes del sector bancario y del sector de liquidación de valores de la zona del euro y en las que el debate se centró en la integración del sector de liquidación de valores en euros. También se celebraron reuniones con organizaciones sectoriales. Ade-

más, el BCE participó en el Grupo de Expertos sobre Compensación y Liquidación y en el Grupo sobre Seguridad Jurídica, creados por la Comisión en el 2004 y 2005, respectivamente, con el propósito de respaldar la eliminación de las quince barreras a la integración identificadas por el Grupo Giovannini y relativas a prácticas técnicas o de mercado, a procedimientos fiscales y a cuestiones legales.

El Contrato Marco Europeo (CME) es un acuerdo que permite llevar a cabo operaciones financieras transfronterizas al amparo de un contrato marco legal. Este contrato multilingüe, válido en varias jurisdicciones y aplicable a numerosos productos tiene por objeto regular, en particular, las operaciones de compraventa con pacto de recompra, las operaciones con divisas y con derivados y los préstamos de valores. El BCE, que participó en la redacción del CME, viene utilizando este contrato, desde el año 2001, para la gestión de sus activos exteriores de reserva y de sus fondos propios en las operaciones de compraventa con pacto de recompra que realiza con todas sus entidades de contrapartida europeas y, desde junio del 2005, en las operaciones con derivados que efectúa en quince jurisdicciones europeas.

ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO REGULADOR Y LEGISLATIVO DEL SISTEMA FINANCIERO

El Eurosistema participó en las consultas públicas de la Comisión Europea sobre el Libro Verde relativo a la política para los servicios financieros en los próximos cinco años (véase sección 2.1 de este capítulo), sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión (véase sección 2.3 de este capítulo), sobre el crédito hipotecario en la UE y sobre los sistemas de compensación y liquidación de valores. El BCE participó también en los trabajos de la Comisión sobre un Nuevo Marco Jurídico para los Pagos, orientado a incrementar la eficiencia y seguridad de los pagos mediante la eliminación de las barreras técnicas y legales y a mejorar la protección de los consumidores.

En marzo del 2005, el BCE emitió un dictamen referente a una propuesta de decisión del Con-

sejo sobre la firma del Convenio de La Haya relativo a los valores mantenidos por un intermediario. El BCE observó que el Convenio de La Haya ofrece un posible enfoque para la localización de una cuenta de valores en caso de conflictos legales. Asimismo, el BCE señaló que tendría interés en disponer de una valoración global del impacto del Convenio en la UE, sin perjuicio de las iniciativas comunitarias que puedan adoptarse en el ámbito de la compensación y liquidación o de la necesidad de una profunda reforma y de la armonización de la legislación relativa a los valores anotados. Por otro lado, el BCE participó en las actividades de UNIDROIT, el instituto internacional para la unificación del derecho privado, con vistas a la elaboración de un proyecto de convenio internacional sobre normas armonizadas para los valores intermediados.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En el 2005 prosiguieron los trabajos sobre TARGET2, la nueva generación de TARGET (véase sección 2.2 del capítulo 2). El Eurosistema adoptó también las primeras medidas para la implantación gradual de una lista única en el sistema de activos de garantía del Eurosistema (véase sección 1 del capítulo 2). A escala internacional, el BCE participó en el análisis de los acuerdos sobre activos de garantía transfronterizos, encomendado a un grupo de trabajo por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del G10.

4 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Una de las funciones encomendadas al Eurosistema es la vigilancia de los sistemas de pago y compensación. Esta función tiene por objeto garantizar la eficiencia y la seguridad de los flujos de pagos de la economía. El Eurosistema también tiene un interés general en los sistemas de pago y liquidación de valores, dado que los fallos que se produzcan durante la custodia y la liquidación de los activos de garantía podrían comprometer la ejecución de la política monetaria y el buen funcionamiento de los sistemas de pago. El BCE contribuyó al debate internacional sobre supervisión en dos informes publicados por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés), en mayo del 2005¹⁰.

4.1 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y DE LOS SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todos los sistemas de pago en euros, incluidos aquéllos en los que actúa como gestor. El Eurosistema aplica a sus propios sistemas de pago los mismos criterios de vigilancia que a los sistemas privados. Estos criterios están recogidos en los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes, adoptados en el año 2001 por el Consejo de Gobierno.

TARGET

El marco de vigilancia del actual sistema TARGET ya se ha implantado totalmente. En cuanto a la vigilancia del futuro sistema TARGET2, ya se dispone del marco organizativo general. El BCE dirigirá y coordinará las actividades de vigilancia de TARGET2 por parte de los bancos centrales. Los BCN serán los responsables de la vigilancia de los elementos locales del sistema, en tanto que dichos elementos únicamente son relevantes para el entorno nacional, y participarán en las tareas de supervisión central. Los responsables de la vigilancia de TARGET están realizando un seguimiento del desarrollo del sistema TARGET2 y, al igual que otros sistemas de grandes pagos en euros de

la zona del euro, TARGET2 habrá de cumplir con los criterios de vigilancia que aplica el Eurosistema. Actualmente se está llevando a cabo una exhaustiva evaluación preliminar de TARGET2 en su fase de diseño.

A principios del 2005, los responsables de la vigilancia de TARGET realizaron una evaluación del funcionamiento de SORBNET-EURO, el sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) del Narodowy Bank Polski, como paso previo a su conexión a TARGET a través de la Banca d'Italia y de su sistema BI-REL. Se prevé que otros sistemas se incorporen al sistema TARGET actualmente en funcionamiento en el contexto de la ampliación de la UEM. Los SLBTR que quieran conectarse al sistema TARGET actual, así como todas las demás infraestructuras de pagos en euros sistémicamente importantes de los Estados miembros pertinentes, serán objeto de evaluación, en consonancia con la política común de vigilancia del Eurosistema.

EURO1

EURO1 es un sistema de liquidación neta de grandes pagos en euros, propiedad de un operador privado, EBA Clearing Company. En el 2005, la vigilancia de EURO1 se centró en la evaluación de la solidez jurídica del sistema. Con el fin de que EURO1 esté preparado para la incorporación de entidades de crédito de los nuevos Estados miembros de la UE, el operador del sistema encargó dictámenes jurídicos en las jurisdicciones relevantes para comprobar que EURO1 seguiría ajustándose al Principio Básico I («solidez jurídica»). Estos dictámenes jurídicos fueron estudiados por el BCE en su calidad de responsable de la vigilancia de EURO1. En el estudio se pusieron de manifiesto algunas limitaciones generales de la legislación nacional de los países involucrados, que también podrían causar un impacto en la solidez de otros sistemas de pago de esos países. El BCE ha realizado un segui-

¹⁰ Véanse los informes del BPI titulados «Central bank oversight of payment and settlement systems», «General guidance for payment system development» y «New developments in large-value payment systems».

miento de estas cuestiones en estrecha colaboración con los BCN pertinentes.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) realiza la liquidación de operaciones en quince divisas según la modalidad de pago contra pago, por lo que el riesgo de liquidación de divisas queda eliminado de forma significativa.

En diciembre del 2005, el sistema CLS procesó una media diaria de 194.000 operaciones, por un importe medio diario equivalente a 2,6 billones de dólares estadounidenses¹¹. Tras el dólar estadounidense, el euro es la divisa más liquidada a través de este sistema. En diciembre del 2005, las liquidaciones en euros realizadas por el sistema CLS alcanzaron una media diaria de 429 mm de euros, equivalente al 20% de las liquidaciones totales (las liquidaciones en dólares estadounidenses representaron el 47%). La participación del euro disminuyó ligeramente en comparación con diciembre del 2004, como resultado del mayor número de divisas liquidadas a través de CLS.

En el 2006, el BPI realizará un estudio entre destacados participantes en los mercados de divisas con el fin de identificar los métodos de reducción de riesgos que aplican para reducir el riesgo de liquidación en divisas. Los resultados de este estudio constituirán la base para la evaluación por parte de los bancos centrales de la estrategia del G-10 para reducir este tipo de riesgo, según su definición en el informe del BPI de 1996 titulado «Settlement risk in foreign exchange transactions». Las medidas aplicadas desde 1996 serán objeto de evaluación para determinar si puede considerarse que han dado resultado o es necesario introducir medidas reguladoras con el fin de alcanzar niveles aceptables de riesgo de liquidación en las operaciones de divisas.

SWIFT

La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) es una sociedad cooperativa de responsabilidad limitada que proporciona servicios de mensajería segura a más de 7.500 entidades financieras.

En el 2005, los bancos centrales que colaboran en las tareas de vigilancia de SWIFT reforzaron los aspectos prácticos del mecanismo de vigilancia. Los dos conceptos básicos del marco inicial de vigilancia de SWIFT, es decir, el concepto de cooperación con el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, supervisor principal, en las funciones de vigilancia, y el de persuasión moral para introducir cambios, continúan siendo válidos. Como parte de estos mecanismos, el BCE y el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique firmaron un acuerdo oficial de colaboración en la supervisión de SWIFT.

CONTINUIDAD DEL SERVICIO

El 10 de mayo del 2005, el BCE publicó un documento de discusión titulado «Payment systems business continuity» para consulta pública. En este documento se recogen directrices para la instrumentación de la continuidad del servicio basadas en el principio 7 de los Principios Básicos para Sistemas de Pagos Sistémicamente Importantes, y se centró en aspectos clave de la continuidad del servicio, como la estrategia, la planificación, la gestión y la comprobación de la continuidad del servicio. Los comentarios recibidos se considerarán en la fase final de preparación del documento, prevista para el 2006. Una vez terminado, se espera que el documento se utilice en el diseño y en la puesta en práctica de los mecanismos de continuidad del servicio para sistemas de pago sistémicamente importantes, y en las evaluaciones que realiza el Euro-sistema.

4.2 SERVICIOS DE PEQUEÑOS PAGOS

VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PEQUEÑOS PAGOS

En el 2004 y el 2005, el Eurosistema evaluó los quince sistemas de pequeños pagos en euros considerados sistemas sistémicamente importantes o de importancia significativa (sobre la

¹¹ Cada operación supone dos transacciones, una en cada una de las monedas que participan. Así pues, en diciembre del 2005, el sistema CLS liquidó operaciones por un importe medio diario equivalente a 1,3 billones de dólares estadounidenses.

base de los «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros» adoptados por el Consejo de Gobierno en el año 2003), en relación con los Principios Básicos aplicables. Dos sistemas de importancia sistémica y un sistema de importancia significativa cumplían todos los Principios Básicos aplicables. Los demás sistemas presentaban deficiencias con respecto a uno o varios Principios Básicos. No obstante, las evaluaciones reflejaban la situación a finales de junio del 2004, y las deficiencias, de diversa envergadura, van subsanándose¹².

4.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene particular interés en el buen funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores y en su vigilancia. En primer lugar, evalúa los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro para comprobar si cumplen los «Estándares para el uso de los sistemas de liquidación de valores de la UE en las operaciones de crédito del SEBC» (conocidos como los «Estándares del Eurosistema como usuario»)¹³, así como los enlaces entre los citados SLV. En segundo lugar, el Eurosistema colabora con las autoridades responsables de la regulación y vigilancia de los sistemas de compensación de valores de la UE.

EVALUACIÓN DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES EN RELACIÓN CON LOS ESTÁNDARES COMO USUARIO

En el contexto de las evaluaciones periódicas de los SLV, en el 2004, el Eurosistema recomendó la implantación de un nuevo mecanismo para la emisión, custodia y liquidación de valores de renta fija internacionales. Estos valores, emitidos conjuntamente en las dos Centrales Depositarias Internacionales de Valores (CDV internacionales), Euroclear Bank (Bélgica) y Clearstream Banking Luxembourg, constituyen una proporción considerable de los valores admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. En el 2005, las CDV internacionales, junto con otros participantes en el mercado, empezaron a preparar la implantación del



mecanismo «New Global Note» (NGN). En esta nueva estructura, un nuevo certificado global al portador, el NGN, representará los valores emitidos. Con arreglo a las condiciones del certificado NGN, el registro del endeudamiento del emisor relevante a efectos legales permanecerá en las CDV internacionales. Para conocer más información sobre el mecanismo NGN se pueden consultar, por ejemplo, los sitios web de las CDV internacionales. La implantación de la nueva estructura está prevista para el 30 de junio de 2006.

COOPERACIÓN CON EL COMITÉ DE REGULADORES EUROPEOS DE VALORES

En el 2001, el Consejo de Gobierno aprobó un marco para la colaboración en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores entre el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV). A estos efectos se creó un grupo de trabajo compuesto por un representante de cada uno de los bancos centrales que integran el SEBC y de cada uno de los reguladores de valores del CREV. El

¹² Véase el informe del BCE titulado «Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles», de agosto del 2005.

¹³ A falta de estándares de vigilancia armonizados a escala de la UE, los estándares del Eurosistema como usuario se han considerado de hecho como estándares comunes para los SLV de la UE, motivo por el cual se tratan en el presente capítulo. No obstante, los estándares como usuario no representan un conjunto completo de estándares de vigilancia o supervisión de estos sistemas.

grupo de trabajo elaboró, basándose en las recomendaciones para los SLV de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés) y del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (denominadas «Recomendaciones CPSS-IOSCO»), un informe consultivo titulado «Standards for securities clearing and settlement in the European Union»¹⁴, que fue aprobado por el Consejo de Gobierno y el CREV para ser presentado a consulta pública en octubre del 2004. El informe consultivo recoge 19 estándares¹⁵ que tienen por objeto incrementar la seguridad, fiabilidad y eficiencia de la compensación y liquidación de valores de la UE. En comparación con las Recomendaciones CPSS-IOSCO, los estándares SEBC-CREV tratan de profundizar y reforzar los requerimientos en algunas áreas, atendiendo a las características específicas de los mercados europeos. El objetivo general de los estándares SEBC-CREV es fomentar la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras de mercado, favoreciendo con ello la integración y la competitividad de los mercados de capitales de la UE. Se ha tenido en cuenta el trabajo de la Comisión Europea en este ámbito.

reguladores de valores, por un lado, y entre las autoridades de supervisión bancaria, por otro.

Desde octubre del 2004, el grupo de trabajo ha seguido trabajando en los cuatro ámbitos siguientes: (i) desarrollo de una metodología de evaluación de los estándares para los SLV; (ii) desarrollo de estándares y de una metodología de evaluación de las entidades de contrapartida central; (iii) análisis de cuestiones relacionadas con los bancos custodios; y (iv) análisis de los temas de interés relativos a la cooperación entre las autoridades de regulación, supervisión y vigilancia.

El grupo de trabajo ha desarrollado su labor de una manera abierta y transparente. En el 2005 celebró numerosas reuniones con representantes de los sectores bancario y de compensación y liquidación de valores, con el fin de tratar cuestiones específicas y de fomentar un mejor conocimiento mutuo de las prácticas sectoriales y de la preocupación de las autoridades en cuanto a los riesgos. Además, ha aumentado la colaboración entre los bancos centrales y los

14 El informe puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

15 Los estándares pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Artista

Maria Hedlund

Título

Loosing Ground, 2003

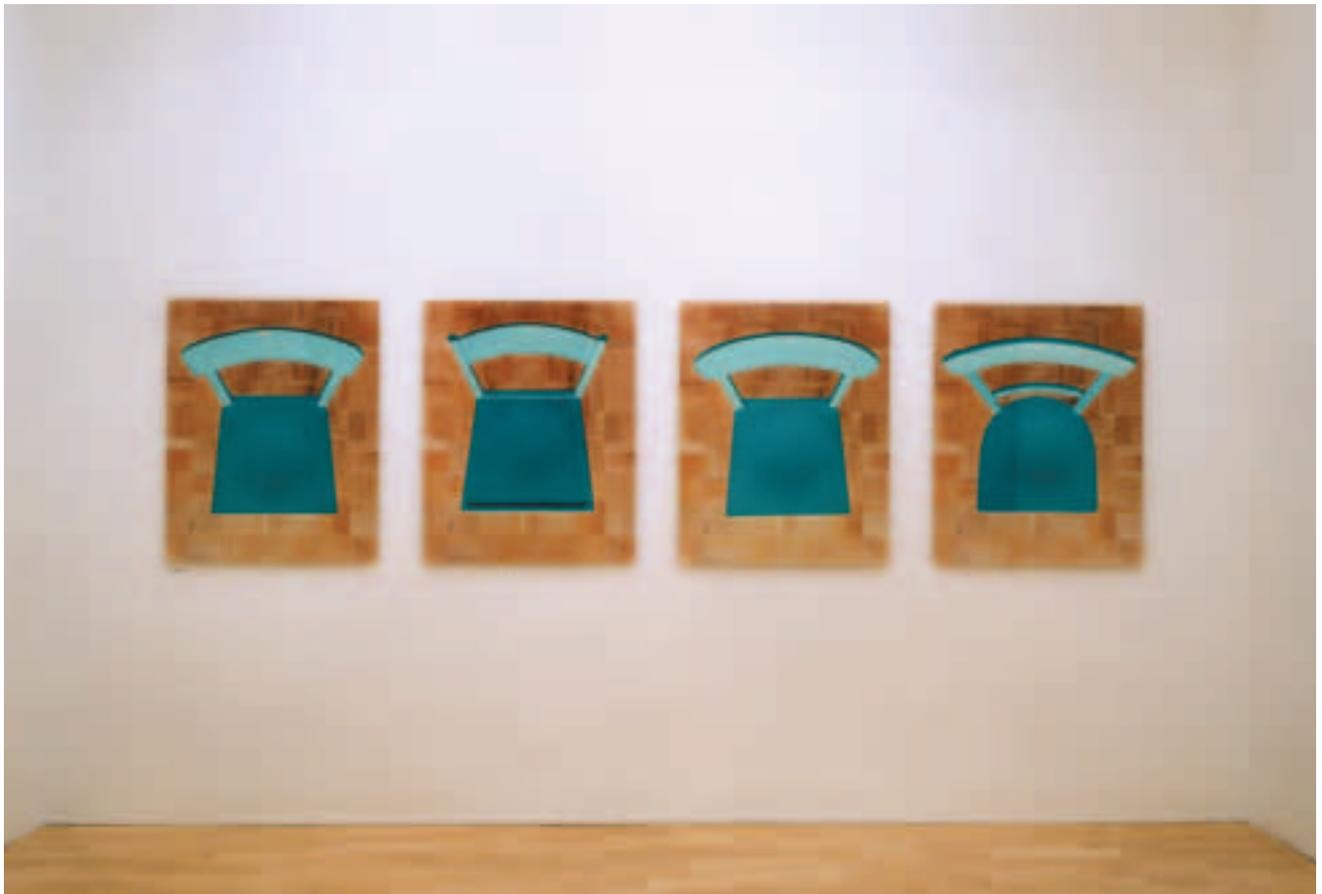
Técnica

4 c-prints sobre aluminio

Tamaño

85 x 76 cm, cada fotografía

© BCE y la artista



CAPÍTULO 4

ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES

I ASUNTOS EUROPEOS

En el año 2005, el BCE mantuvo sus contactos habituales con las instituciones y órganos de la UE. El presidente del BCE asistió a las reuniones del Consejo ECOFIN cuando se debatieron cuestiones que estaban relacionadas con las tareas y los objetivos del SEBC. El presidente del Eurogrupo y un miembro de la Comisión Europea participaron en las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo consideraron oportuno. El presidente y el vicepresidente del BCE también participaron en las reuniones del Eurogrupo, que ha seguido siendo un foro particularmente importante para mantener un diálogo abierto e informal en materia de política económica entre el BCE, los ministros de Economía y Hacienda de los países de la zona del euro y la Comisión.

I.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En el año 2005, doce Estados miembros de la UE se encontraban en una situación de déficit excesivo (véase también la sección 2.5 del capítulo 1). En la zona del euro se iniciaron o prosiguieron procedimientos de déficit excesivo respecto a Alemania, Grecia, Francia, Italia y Portugal y se derogó el procedimiento correspondiente a los Países Bajos. En enero del 2005, el Consejo ECOFIN acordó que, a la luz de un análisis realizado por la Comisión Europea, no era necesario, en esa etapa, emprender iniciativas adicionales, en el marco del procedimiento de déficit excesivo, contra Alemania y Francia. En febrero del 2005, el Consejo ECOFIN formuló una advertencia a Grecia para que pusiera fin a la situación de déficit excesivo a la mayor brevedad posible y, a más tardar, en el 2006. En julio del 2005, el Consejo ECOFIN requirió de Italia la corrección de su déficit excesivo, como máximo, en el 2007, prolongando el plazo que se le había concedido, a la vista de las circunstancias especiales que concurrían en su caso. Por lo que respecta a Portugal, en septiembre del 2005, el Consejo ECOFIN amplió el plazo hasta el 2008, debido también a circunstancias especiales. En enero del 2006, el Consejo ECOFIN determinó que en el Reino Unido se había pro-

ducido una situación de déficit excesivo y solicitó a este país que pusiera fin a la situación de déficit excesivo lo antes posible y, a más tardar, antes del cierre del ejercicio 2006/2007. Entre los nuevos Estados miembros de la UE, la República Checa, Chipre, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia también estuvieron sujetos a procedimientos de déficit excesivo. En Hungría, la situación presupuestaria se deterioró rápidamente a lo largo del año y, el 8 de noviembre, el Consejo ECOFIN indicó que las medidas adoptadas por este país eran inadecuadas. Los pasos siguientes en los procedimientos de déficit excesivo de los Estados miembros dependerán de los resultados presupuestarios correspondientes al 2005, así como de los planes de consolidación y de las medidas adoptadas en cada país en comparación con sus compromisos para el 2006 y para años posteriores.

Las normas de procedimiento previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se modificaron en el transcurso del 2005. Tras las deliberaciones de carácter técnico iniciadas a mediados del 2004, el Consejo ECOFIN alcanzó un acuerdo político el 20 de marzo de 2005 y envió un informe al Consejo Europeo titulado «Mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento». Tras recibir el apoyo político del Consejo Europeo, el Consejo ECOFIN concluyó la revisión formal del Pacto y modificó los Reglamentos del Consejo relativos al mismo¹. En octubre del 2005, el Consejo ECOFIN adoptó también un Código de Conducta revisado, que contiene directrices y especificaciones para la aplicación del Pacto. Durante todo el año, la Comisión Europea y otros foros pertinentes de la UE prosiguieron los trabajos sobre cuestiones metodológicas y de procedimiento relacionados con el Pacto reformado.

¹ El 27 de junio de 2005 se adoptaron dos nuevos Reglamentos del Consejo: Reglamento (CE) n°1055/2005 del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1466/97 relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas y el Reglamento (CE) n° 1056/2005 del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo.

Las modificaciones del Pacto incluyen la introducción de objetivos presupuestarios a medio plazo específicos para cada país con trayectorias de ajuste en las que se hace hincapié en la adopción de medidas de saneamiento de las finanzas públicas cuando la coyuntura económica sea favorable. Son medidas que se incluyen en la parte preventiva del Pacto. También se han introducido cambios en el marco del procedimiento de déficit excesivo, es decir, en la parte correctiva. Una recesión económica severa, que exima a un país del procedimiento de déficit excesivo, se define ahora como una tasa de crecimiento interanual del PIB real negativa o como una pérdida acumulada de producto durante un período prolongado de escaso crecimiento interanual del PIB real en relación con el crecimiento potencial. Además, si un déficit se mantiene próximo al valor de referencia del 3% del PIB y lo supera de forma transitoria, se pueden tomar en consideración otros factores relevantes a la hora de determinar si el déficit es excesivo y de fijar el plazo inicial para corregirlo. La trayectoria de ajuste necesaria para corregir un déficit excesivo debe establecerse tomando como referencia una mejora anual mínima del saldo presupuestario del país, ajustado de ciclo, del 0,5% del PIB, tras excluir las medidas excepcionales y otras medidas de carácter temporal. El plazo puede revisarse si se vuelve a formular una recomendación del Consejo o una advertencia ante acontecimientos

económicos adversos e imprevistos con efectos presupuestarios desfavorables de importancia, a condición de que el Estado miembro en cuestión haya adoptado medidas efectivas. También se han ampliado otros plazos del procedimiento. En cuanto a la gobernanza, el Pacto reformado invita a una cooperación más estrecha y a un mayor control y apoyo mutuos por parte de los Estados miembros, la Comisión Europea y el Consejo de la UE. También insta a la formulación de normas presupuestarias nacionales, al mantenimiento de los objetivos presupuestarios cada vez que tome posesión un nuevo gobierno y a una mayor participación de los Parlamentos nacionales en el marco fiscal general europeo. Por último, subraya que la aplicación del marco fiscal y su credibilidad dependen esencialmente de unas previsiones macroeconómicas realistas y de unas estadísticas presupuestarias fiables (véase también la sección 4.3 del capítulo 2).

El BCE no es signatario del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y no participa oficialmente en la definición y aplicación de sus procedimientos. No obstante, el BCE intervino en el debate sobre la reforma y manifestó de modo firme la necesidad de que exista en la UEM un marco de política fiscal sólido, orientado hacia la disciplina fiscal. El BCE argumentó que el Pacto había resultado apropiado en su forma original y que no era aconsejable modificar los textos legales relativos a la parte correctiva del

Recuadro 12

DECLARACIONES PÚBLICAS DEL BCE SOBRE LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Declaración del Consejo de Gobierno de 21 de marzo de 2005

«El Consejo de Gobierno del BCE se muestra seriamente preocupado por la modificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento propuesta. Ha de evitarse que las modificaciones en la parte correctiva socaven la confianza en el marco presupuestario de la Unión Europea y la sostenibilidad de las finanzas públicas de los Estados miembros de la zona del euro. Por lo que se refiere a las medidas preventivas recogidas en el Pacto, el Consejo de Gobierno toma asimismo nota de algunas modificaciones propuestas, que resultan acordes con un posible reforzamiento del mismo. Las políticas presupuestarias saneadas y una política monetaria orientada a la esta-

bilidad de precios son fundamentales para el éxito de la Unión Económica y Monetaria, y constituyen una condición previa para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión en la zona del euro. Es indispensable que los Estados miembros, la Comisión Europea y el Consejo de la Unión Europea apliquen el marco revisado de una forma rigurosa y coherente que propicie políticas fiscales prudentes. Resulta especialmente importante que, en particular en las actuales circunstancias, todas las partes afectadas asuman sus respectivas responsabilidades. El público y los mercados pueden tener la seguridad de que el Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de cumplir el mandato de mantener la estabilidad de precios».

Extracto de los dictámenes del BCE de 3 de junio de 2005 sobre los Reglamentos del Consejo modificados

«Las políticas presupuestarias saneadas son fundamentales para el éxito de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y son condición previa para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión de la zona del euro. El marco fiscal consagrado en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento es una piedra angular de la UEM y, por lo tanto, esencial para afianzar las expectativas de disciplina presupuestaria. Este marco basado en reglas, que pretende asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a la vez que permite suavizar las fluctuaciones cíclicas mediante la actuación de los estabilizadores automáticos, debe seguir siendo claro, sencillo y tal que pueda hacerse cumplir. El cumplimiento de estos principios facilitará además la transparencia y la igualdad de trato en la aplicación del marco».

Pacto. Asimismo, señaló que podía mejorarse la parte preventiva. El Consejo de Gobierno del BCE publicó una declaración sobre el acuerdo de reforma en marzo del 2005 y emitió los dictámenes sobre las propuestas legislativas de la Comisión Europea en junio del 2005 (véase recuadro 12).

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento brinda una oportunidad para renovar el compromiso con la ejecución y la aplicación de políticas fiscales saneadas que permitan hacer frente a los desafíos presupuestarios planteados tanto a corto como a largo plazo. No obstante, es esencial que los Estados miembros, la Comisión Europea y el Consejo de la UE apliquen el marco revisado de forma rigurosa y coherente, de modo que favorezca la adopción de unas políticas fiscales saneadas.

LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En marzo de 2005, el Consejo Europeo concluyó su revisión intermedia de la estrategia de Lisboa, el amplio programa de reformas económicas, sociales y medioambientales de la UE. La revisión se produjo en el punto medio del

período comprendido entre el 2000, año en que se adoptó la estrategia, y el 2010, año establecido como objetivo temporal para hacer de la UE «la economía basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo, capaz de un crecimiento económico sostenible con más y mejores empleos y mayor cohesión social». Con un objetivo tan ambicioso como telón de fondo, y con unos resultados relativamente mediocres hasta ese momento, en la primavera del 2005 el Consejo Europeo decidió reactivar la estrategia y reorientar sus prioridades hacia el crecimiento y el empleo. Asimismo, adoptó un nuevo marco de gobernanza para mejorar la aplicación de las reformas.

El contenido de la estrategia se mantuvo, en gran medida, intacto. No obstante, al tiempo que preservaron sus dimensiones económica, social y medioambiental, los Jefes de Estado o de Gobierno y el Presidente de la Comisión Europea identificaron cuatro prioridades generales de política económica para impulsar las reformas: fomentar el conocimiento y la innovación, hacer de la UE una zona atractiva para invertir y trabajar, estimular el crecimiento y el empleo



sobre la base de la cohesión social y promover el desarrollo sostenible.

Dado que el principal problema de la estrategia de Lisboa ha sido la aplicación insuficiente de reformas estructurales, el Consejo Europeo hizo mayor hincapié en mejorar los aspectos de gobernanza de la estrategia. Así pues, se introdujeron cambios con respecto a las normas y procedimientos que rigen su formulación y puesta en práctica, a fin de simplificar los procesos de coordinación de políticas a lo largo del tiempo, entre las distintas áreas de actuación así como entre la UE y los distintos países. Este nuevo marco tiene también por objeto aumentar la coherencia de los programas nacionales, de la presentación de informes y de la valoración de los progresos registrados.

En la práctica, estos cambios implican que las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo se reunirán en un solo paquete de medidas denominado «Directrices integradas para el crecimiento y el empleo». El primer paquete se aprobó en junio del 2005 y seguirá siendo esencialmente válido durante un período de tres años (2005-2008). En otoño del 2005, los Estados miembros adoptaron programas nacionales de reforma basados en las Directrices integradas y nombraron coordinadores nacionales de estos programas a representantes gubernamentales de alto nivel, que tienen como misión mejorar la coordinación interna de las medidas relacionadas con la estrategia de Lisboa. Los programas incluyen un plan detallado de las políticas de reforma de los Estados miembros hasta el año 2008, teniendo en cuenta su situación y sus necesidades particulares. También contemplan la aplicación de las reformas, reuniendo en un único documento los anteriores informes nacionales sobre el empleo y las refor-

mas estructurales en los mercados de productos y de capitales (los «informes de Cardiff»), entre otros. Además, la Comisión Europea adoptó un Programa Comunitario de Lisboa, en julio del 2005, que comprende todas las medidas relacionadas con la estrategia de Lisboa que habrán de ponerse en práctica en el ámbito comunitario durante los tres próximos años. Los progresos serán evaluados de forma más integrada, en un informe anual del avance de la situación realizado por la Comisión. En enero del 2006, la Comisión aprobó el primero de esos informes, en el que se expresaba la satisfacción por los programas de reforma nacionales y se instaba a su aplicación rigurosa.

La característica más sobresaliente del nuevo marco de gobernanza es su énfasis en una mayor responsabilidad por parte de los países a la hora de aplicar las reformas, que se considera un elemento esencial para la puesta en práctica de la estrategia, ya que el diseño de las reformas estructurales e, incluso en mayor medida, su implementación son, en su mayor parte, prerrogativa de los Estados miembros. Así pues, éstos han de comprometerse plenamente con las políticas adoptadas en los ámbitos nacional y comunitario. Tienen que consultar, como ya lo hicieron con sus programas de reforma nacionales, a las partes interesadas –como son los Parlamentos nacionales y los interlocutores sociales– que intervienen en la elaboración y la ejecución de esas políticas en los países. A su vez, esta «apropiación» por parte de los distintos agentes nacionales de las reformas que han de emprenderse debería mejorar los resultados de los Estados miembros en cuanto a su aplicación.

El BCE atribuye gran importancia a la puesta en práctica de la estrategia de Lisboa y contribuye a su éxito aplicando una política monetaria

orientada a la estabilidad. El BCE siempre ha hecho hincapié en las ventajas de las reformas estructurales y considera muy positivos los esfuerzos realizados a este respecto por los Gobiernos y los interlocutores sociales. Al mostrar un grado de compromiso elevado con la agenda de Lisboa, los Estados miembros pueden poner en marcha un círculo virtuoso de reformas. Unas reformas estructurales bien diseñadas en los mercados de bienes, servicios, trabajo y capitales, según se contempla en la estrategia, darán más flexibilidad a la economía de la zona del euro, haciéndola más resistente y con mayor capacidad de ajuste a las perturbaciones económicas, lo que, en última instancia, se traducirá en tasas de crecimiento sostenible a largo plazo más elevadas y en un mayor nivel de empleo. La revisión intermedia constituyó un paso importante para revitalizar la estrategia. Habida cuenta de que los resultados en su aplicación han sido tan desiguales hasta el momento, es necesario intensificar los esfuerzos para alcanzar los objetivos establecidos, a fin de poder hacer frente a los desafíos que plantean la globalización, el cambio tecnológico y el envejecimiento de la población.

1.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

LA CONSTITUCIÓN EUROPEA

Tras la firma del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa (Constitución Europea) por parte de los Jefes de Estado o de Gobierno el 29 de octubre de 2004 en Roma, los Estados miembros iniciaron el procedimiento de ratificación, de conformidad con sus respectivos requisitos constitucionales. Hasta la fecha, quince Estados miembros, que representan más del 50% de la población de la Unión Europea han ratificado la Constitución Europea o están a punto de hacerlo oficialmente: Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Austria, Eslovenia y Eslovaquia.

En Francia y en los Países Bajos, en donde la Constitución Europea se sometió a referéndum (con carácter vinculante en el primer caso y no

vinculante en el segundo), no se logró alcanzar el respaldo mayoritario por unos 5 puntos porcentuales en Francia y por unos 12 puntos porcentuales en los Países Bajos. Desde entonces, varios Estados miembros han suspendido el proceso de ratificación.

En este contexto, el Consejo Europeo consideró la ratificación de la Constitución en su reunión de las días 16 y 17 de junio de 2005, durante la cual los Jefes de Estado o de Gobierno adoptaron una declaración por la que recordaban que la Constitución está «destinada a dar la respuesta adecuada para un funcionamiento más democrático, más transparente y más eficaz de una Unión Europea ampliada». Tras tomar nota de los resultados de los referendos celebrados en Francia y los Países Bajos, el Consejo Europeo no consideró que esos resultados cuestionaran la adhesión de los ciudadanos a la construcción de Europa. Al mismo tiempo, estimó que dichos resultados ponen de manifiesto las inquietudes de los ciudadanos, por lo que está justificado iniciar un período de reflexión en el que deberán celebrarse amplios debates en todos los Estados miembros, debates a los que se ha invitado a contribuir a las instituciones europeas. Aunque el Consejo Europeo aceptó que el calendario de ratificación en cada Estado miembro podría modificarse en caso necesario, no se consideró que la evolución de los acontecimientos socavara la validez del proceso de ratificación, que debe seguir adelante. El Consejo Europeo se propone reconsiderar este asunto durante el primer semestre del 2006, a fin de establecer una perspectiva más clara para el futuro y acordar la forma en que se ha de proceder.

A juicio del BCE, la Constitución Europea clarifica el marco jurídico e institucional de la UE y refuerza la capacidad de la Unión para actuar tanto en el ámbito europeo como en el internacional, confirmando al mismo tiempo el marco monetario existente. Por lo tanto, el BCE respalda la Constitución. Además, hay que subrayar que el proceso de ratificación de la Constitución no influirá en el funcionamiento de la Unión Monetaria ni afectará a la estabilidad del

euro. El BCE, independientemente de que actúe de conformidad con el Tratado en vigor o con la Constitución Europea, continuará garantizando el valor del euro y promoviendo un entorno macroeconómico no inflacionista favorable al crecimiento y al empleo.

1.3 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS ESTADOS ADHERENTES Y EN VÍAS DE ADHESIÓN A LA UE

Un objetivo fundamental del BCE en sus relaciones con los bancos centrales de los países adherentes y en vías de adhesión a la UE es contribuir a facilitar el proceso de integración monetaria de conformidad con los procedimientos del Tratado. Por consiguiente, las relaciones entre el BCE y los bancos centrales de esos países se intensifican naturalmente en paralelo con los avances realizados por cada país en el proceso de adhesión a la UE.

Desde que Bulgaria y Rumania firmaron el Tratado de Adhesión en Luxemburgo, el 25 de abril de 2005, los gobernadores de los bancos centrales de estos dos países han asistido con regularidad a las reuniones del Consejo General del BCE en calidad de observadores. Al mismo tiempo, expertos de ambos bancos centrales han participado, también como observadores, en las reuniones de los comités del SEBC (véase la sección 1.4 del capítulo 7).

El BCE ha intensificado sus relaciones bilaterales con los bancos centrales de Bulgaria y Rumania para facilitarles la integración en el SEBC tras su adhesión a la UE. El Eurosistema en su conjunto ha continuado apoyándolos en sus preparativos mediante asistencia técnica bajo la forma de proyectos de hermanamiento financiados por la UE. Estas actividades se han centrado principalmente en temas estadísticos, cuestiones legales, sistemas de pago, política monetaria y asuntos operativos, pero también se ha prestado atención a otros temas, como la supervisión y la estabilidad financiera, los billetes, la auditoría interna y la tecnología de la información.

La fecha establecida para la adhesión de Bulgaria y Rumania a la UE es el 1 de enero de 2007; no obstante, el Tratado de Adhesión incluye una «cláusula de salvaguardia» que contempla la posibilidad de aplazar la adhesión un año si existe evidencia clara de que el avance de los preparativos es insuficiente para cumplir los requisitos de ingreso en la UE. La Comisión Europea publicó un informe de seguimiento en octubre del 2005 en el que se indicaba que, a pesar de los progresos realizados, varios asuntos eran aún motivo de gran preocupación, entre otros, la lucha contra la corrupción y cuestiones relacionadas con el funcionamiento del mercado interior y con la seguridad de la UE (por ejemplo, seguridad alimentaria y control de las fronteras externas). La Comisión Europea prosiguió realizando un intenso seguimiento de Bulgaria y Rumania, y se prevé que formule su recomendación final en la primavera del 2006. Basándose en esta recomendación, el Consejo Europeo tomará una decisión sobre la fecha de incorporación a la UE.

De conformidad con la decisión del Consejo Europeo de diciembre del 2004, el 3 de octubre de 2005 se iniciaron las negociaciones de adhesión con Turquía, tras la adopción del correspondiente marco de negociación por parte del Consejo de la UE. El BCE prosiguió el diálogo de alto nivel en materia de política económica que desde hace mucho tiempo mantiene con el Banco Central de la República de Turquía y que incluye la celebración de reuniones anuales con el Comité Ejecutivo. En este contexto, el vicepresidente del BCE encabezó una delegación de esta institución que visitó Turquía en julio del 2005. Los principales temas tratados fueron el proceso de estabilización macroeconómica y de reforma estructural, las políticas monetaria y cambiaria del Banco Central de la República de Turquía, la situación económica en la zona del euro y el papel de los bancos centrales en la estabilidad financiera.

El 13 de diciembre de 2004, el Consejo de la UE decidió que las conversaciones con Croacia para la adhesión se iniciarían el 17 de marzo de 2005, siempre que ese país cooperase plenamente con

el Tribunal Penal Internacional para la antigua Yugoslavia. Al considerarse que la cooperación era insuficiente, la UE retrasó la fecha de apertura de las negociaciones. El 3 de octubre de 2005, la UE estimó que las autoridades croatas ya estaban cooperando plenamente con dicho Tribunal y decidió iniciar las negociaciones. Además, el BCE intensificó sus relaciones bilaterales con el Banco nacional de Croacia, realizándose la primera visita oficial del Comité Ejecutivo en marzo del 2005. Todos los años se celebrarán en Fráncfort reuniones bilaterales hasta que Croacia firme el Tratado de Adhesión.

2 ASUNTOS INTERNACIONALES

2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Debido a la integración económica y financiera de la zona del euro en la economía mundial, el Eurosistema sigue atentamente y analiza las políticas macroeconómicas y la evolución estructural de la economía en los países no pertenecientes a la zona del euro. También participa en el proceso de supervisión multilateral que realizan los organismos y foros internacionales, que tiene lugar principalmente en las reuniones del FMI, de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y de los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G7, del G10 y del G20, así como en las reuniones bimensuales de los gobernadores de bancos centrales del BPI. En algunos foros e instituciones se ha otorgado al BCE bien la categoría de miembro (por ejemplo, en el G20) o bien de observador (como en el FMI). El BCE evalúa la política económica internacional a fin de contribuir a la estabilidad del entorno macroeconómico y a la aplicación de políticas macroeconómicas sólidas.

En el 2005, el entorno internacional estuvo dominado por el aumento de los desequilibrios mundiales por cuenta corriente. El abultado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos siguió creciendo a lo largo del año. Al mismo tiempo, los superávits por cuenta corriente continuaron siendo sustanciales en Asia, alcanzando casi el 0,8% del PIB mundial; el significativo incremento del superávit de China compensó un descenso en el resto de las economías emergentes de Asia y Japón. Los países exportadores de petróleo también desempeñaron un papel cada vez más importante en los desequilibrios mundiales debido al alza de los precios del petróleo. En el 2005, el superávit por cuenta corriente de estos países, que se situó en torno al 1% del PIB mundial, sobrepasó el de Asia. Las economías asiáticas y las economías exportadoras de petróleo siguieron acumulando activos de reserva en volúmenes considerables. La acumulación de reservas fue particularmente

importante en el caso de China, donde se situó en unos 200 mm de dólares estadounidenses (unos 165 mm de euros).

El Eurosistema siguió insistiendo, en diversas ocasiones, en los riesgos y en la incertidumbre que entraña la persistencia de esos desequilibrios y continuó apoyando plenamente la adopción al respecto de un enfoque de cooperación, en virtud del cual, todas las economías contribuirían a un ajuste ordenado de los desequilibrios existentes. Este plan incluye políticas encaminadas a aumentar el ahorro en los países deficitarios, a emprender reformas estructurales en países con un crecimiento potencial relativamente bajo y a fomentar la flexibilidad cambiaria en los principales países y regiones que carecen de esa flexibilidad. A este respecto, el BCE expresó su satisfacción por la decisión adoptada por las autoridades chinas en julio del 2005 de introducir un nuevo régimen de tipo de cambio de flotación controlada. El BCE considera que el paso hacia una mayor flexibilidad cambiaria es muy conveniente para el mejor funcionamiento de la economía mundial y espera que el nuevo régimen de tipo de cambio de flotación controlada contribuya a la estabilidad financiera mundial.

Los flujos de capital hacia las economías emergentes, que son objeto de un continuo seguimiento por parte del BCE por su importancia para la estabilidad financiera internacional, continuaron siendo fuertes en el año 2005, como también lo siguieron siendo los resultados económicos que registraron, en general, estos países. Los principales factores externos determinantes de esta evolución fueron las favorables condiciones de financiación a nivel internacional, los elevados precios de las materias primas de exportación y el vigoroso crecimiento del PIB real en Estados Unidos y en China. La mejora de las políticas internas, las condiciones favorables de financiación y el creciente interés de los inversores internacionales permitieron a los prestatarios de algunos mercados emergentes recurrir a los mercados internacionales de renta fija y emitir, por primera vez, valores en moneda nacional. Tras el aumento transitorio

registrado en abril, como consecuencia entre otros factores de los temores a una subida de la inflación en Estados Unidos y de un aumento de la aversión al riesgo entre los inversores como resultado de la rebaja de la calificación crediticia de ciertas empresas estadounidenses, los diferenciales de renta fija en los mercados emergentes volvieron a situarse en niveles históricamente bajos en los meses siguientes.

Por último, también las políticas económicas de la propia zona del euro están sujetas a ejercicios de supervisión internacional. Tanto el FMI como la OCDE realizaron sus revisiones periódicas de la zona del euro, como complemento de las correspondientes a cada uno de los países que la integran. Las revisiones analizaron las políticas monetaria, financiera y económica de la zona. Las consultas del Artículo IV del FMI y el examen realizado por el Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la OCDE brindaron la oportunidad de entablar un fructífero debate entre estos organismos internacionales y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluido este debate, tanto el FMI como la OCDE elaboraron un informe en el que se evaluaban las políticas de la zona del euro².

ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

El FMI está realizando actualmente un informe estratégico, que se ha discutido no sólo en el seno de la propia institución sino también en varios foros internacionales, como el G7 y el G20. El SEBC lleva a cabo un seguimiento de estos debates y contribuye a su desarrollo. El informe tiene por objeto establecer prioridades a medio plazo para la labor del FMI y abarca, entre otras materias importantes, las siguientes: tareas de supervisión del FMI, el papel del FMI en los mercados emergentes y cuestiones relativas a voz y representación.

El Director Gerente del FMI destacó, en particular, la necesidad de que la institución ayude a los países miembros a hacer frente a los desafíos derivados de la globalización. En posteriores debates sobre las políticas económicas internacionales, los países miembros han subrayado

la necesidad de que el FMI haga más hincapié, cuando realiza el ejercicio de la supervisión bilateral, sobre las cuestiones cambiarias y sobre los efectos de contagio a nivel internacional de las medidas de política nacional. La cuestión de tener la voz y la representación adecuadas en los foros internacionales y, en particular, en el FMI ha sido objeto de un amplio debate a lo largo del pasado año. Algunos países miembros del FMI, especialmente de Asia, estiman que sus cuotas no reflejan adecuadamente su creciente importancia en la economía mundial. Este asunto deberá discutirse en paralelo con otros aspectos del informe estratégico durante el período previo a las próximas Reuniones Anuales del FMI, que se celebrarán en Singapur en septiembre del 2006. El FMI está llevando a cabo también su decimotercera revisión general de cuotas, que brinda la oportunidad de considerar hasta qué punto la actual distribución de las cuotas entre los países miembros del FMI es coherente con los indicadores acordados para medir la importancia económica y financiera relativa de dichos países. La revisión habrá de concluir a más tardar en enero del 2008.

La promoción de una gestión ordenada de las crisis ha sido, durante varios años, uno de los temas prioritarios entre los sometidos a consideración por parte de la comunidad internacional. El SEBC ha continuado analizando cuestiones relacionadas con la gestión de las crisis y, en particular, con el papel que debe desempeñar el sector privado en la resolución de las crisis financieras. Aunque ya se han dado una serie de pasos para mejorar el marco de participación del sector privado, todavía hay que hacer frente a desafíos de crucial importancia, entre los que destaca el diagnóstico oportuno de las medidas que han de adoptar todas las partes interesadas. Con el fin de evaluar esos desafíos, los bancos centrales del SEBC elaboraron un informe sobre la participación del sector privado, en el que se tiene en cuenta la experiencia acumulada y se identifican diversos ámbitos

2 FMI: «Euro Area Policies: Staff Report», agosto del 2005; OCDE: «Economic Survey of the Euro Area», julio del 2005.



en los que sería posible mejorar el marco para la resolución de las crisis. El informe³ sugiere que mejorando la predictibilidad de los procesos de resolución de crisis –orientando el comportamiento de los deudores, de los acreedores y del sector oficial– se podría reducir el coste total de las crisis financieras y mejorar la distribución de los costes en términos de bienestar general respecto a la situación actual.

EL PAPEL INTERNACIONAL DEL EURO

En el año 2005, el euro continuó desempeñando un papel cada vez más importante como moneda internacional en ciertos segmentos. En particular, el uso del euro en los valores internacionales de renta fija, como moneda ancla y de intervención y como moneda de reserva en terceros países siguió aumentando progresivamente. La creciente utilización del euro como moneda ancla y de intervención se produjo, en gran medida, en los nuevos Estados miembros de la UE, en los países adherentes y en vías de adhesión a la UE y en otras regiones vecinas de la Unión. A partir del 1 de enero de 2006, tras una decisión anunciada por el FMI en diciembre del 2005, el porcentaje de participación del euro en la cesta de monedas del derecho especial de giro (DEG) se incrementó del 29% al 34%. En cuanto al componente en euros del tipo de interés del DEG, el tipo EUREPO a tres meses sustituyó al EURIBOR a tres meses.

En otros mercados, como los de préstamos y depósitos internacionales, los mercados de divisas y de reservas oficiales, así como en el

comercio internacional, el uso del euro siguió siendo bastante estable.

El BCE continuó desarrollando la cobertura estadística necesaria para el seguimiento y el análisis del papel internacional del euro. En particular, los nuevos datos sobre la composición por monedas de los valores de renta fija recogidos en la balanza de pagos y en la posición de inversión internacional de la zona del euro facilitaron el seguimiento del uso internacional del euro en los mercados de capitales (véase la sección 4.2 del capítulo 2). El BCE también comenzó a investigar los factores que determinan la utilización del euro en el comercio internacional.

2.2 COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

El Eurosistema continuó intensificando sus contactos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, principalmente mediante la organización de seminarios, pero también con la prestación de asistencia técnica, que se ha convertido en un instrumento importante para apoyar la consolidación de las instituciones y promover el cumplimiento efectivo de las normas europeas e internacionales. El objetivo de estas actividades es recoger información e intercambiar opiniones sobre la evolución econó-

³ «Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors», Occasional Paper del BCE n.º 32, julio del 2005.

mica y monetaria de las distintas regiones del mundo que puedan influir en el entorno económico mundial o en la evolución de la zona del euro. El Eurosistema ha mantenido su oferta de cooperación con los bancos centrales de las regiones vecinas de la zona del euro, y el BCE ha creado una pequeña unidad de asistencia técnica permanente.

El Eurosistema celebró su segundo seminario bilateral de alto nivel con el Banco Central de la Federación Rusa (Banco de Rusia) en octubre del 2005 en San Petersburgo. El seminario se centró en las políticas monetaria y cambiaria aplicadas en Rusia y en los desafíos que para la estabilidad del sector bancario plantean, entre otros factores, el rápido crecimiento de los préstamos bancarios y la expansión de la financiación transfronteriza. También se analizaron temas como el seguro de depósito y el desarrollo del sector bancario. Este tipo de actividades seguirá organizándose regularmente; el próximo seminario del Eurosistema se celebrará en Dresde en el año 2006 con el apoyo del Deutsche Bundesbank.

El proyecto de asistencia técnica del Eurosistema al Banco de Rusia en materia de supervisión bancaria, denominado Central Banking Training III, finalizó el 31 de octubre de 2005. El proyecto, financiado por la UE en el marco de su Programa de Asistencia Técnica a la Comunidad de Estados Independientes (programa TACIS), se inició en noviembre del 2003. El proyecto del Eurosistema lo llevó a cabo el BCE en colaboración con nueve BCN de la zona del euro y tres supervisores bancarios de la UE no pertenecientes a bancos centrales⁴. El proyecto de formación, de dos años de duración, tenía por objeto ayudar al Banco de Rusia a potenciar su papel en el ámbito de la supervisión bancaria mediante la transferencia de información relativa a las buenas prácticas aplicadas por los supervisores bancarios de la UE. El objetivo general era el de promover la estabilidad del sistema bancario ruso. El proyecto se llevó a cabo, principalmente, a través de cursos y seminarios impartidos en Rusia, a los que asistieron 800 de los supervisores bancarios del

Banco de Rusia. La publicación titulada «Banking supervision: European experience and Russian practice»⁵, disponible en inglés y en ruso, fue un elemento importante del proyecto, en la medida en que facilita la divulgación de conocimientos y experiencia.

El segundo y el tercer seminario de alto nivel del Eurosistema, en los que participaron los gobernadores de los bancos centrales de los países socios de la UE de la cuenca mediterránea, se celebraron, en Cannes el 9 de febrero de 2005 y en Nafplion el 25 de enero de 2006. Los debates se centraron entre otros asuntos, en la independencia de los bancos centrales y en las remesas de emigrantes (Cannes) y en el proceso de liberalización de la cuenta de capital y en los avances realizados en la modernización de los marcos operativos de la política monetaria (Nafplion).

El Eurosistema también asumió la responsabilidad de ayudar al Banco Central de Egipto en la reforma de su estructura de supervisión bancaria, en el contexto de una reforma global del sector financiero del país. El BCE y cuatro BCN de la zona del euro (el Deutsche Bundesbank, el Banco de Grecia, la Banque de France y la Banca d'Italia) se han comprometido a ejecutar un programa de asistencia técnica financiado por la Delegación de la UE en Egipto, en el marco del programa de ayuda a los países del Mediterráneo (MEDA). El programa de asistencia técnica se inició el 1 de diciembre de 2005. Desde octubre del 2005, el BCE, bajo los auspicios del FMI, ha ampliado también su programa de asistencia técnica al Banco Central de

4 El Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France, el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, la Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, el Oesterreichische Nationalbank, el Banco de Portugal, el Suomen Pankki -Finlands Bank, la Rahoitustarkastus - Finansinspektionen (autoridad de supervisión financiera de Finlandia), la Finansinspektionen (autoridad de supervisión financiera de Suecia) y la Financial Services Authority (autoridad de supervisión financiera del Reino Unido).

5 Esta publicación puede consultarse en la dirección del Banco de España en Internet a través del enlace que figura en la nota de prensa del BCE de 13 de octubre de 2005, titulada «Finalización del programa de formación sobre temas de banca central, en Rusia»; alternativamente, en la versión inglesa de la misma nota de prensa, en la dirección del BCE en Internet.

Egipto a la reforma de su marco operativo de la política monetaria.

El BCE siguió profundizando en sus relaciones con los países de la región occidental de los Balcanes, dada su condición de posibles candidatos a la adhesión a la UE (a la antigua República Yugoslava de Macedonia se le concedió el status de país candidato en diciembre del 2005). Representantes del BCE realizaron visitas al Banco Nacional de la República de Macedonia y al Banco de Albania. Tras la adopción por parte de la UE de un enfoque de doble vía (*twint-track*) en las negociaciones de adhesión con Serbia y Montenegro, una delegación del BCE visitó el Banco Central de Montenegro.

En Oriente Medio, el BCE intensificó sus relaciones con la Secretaría del Consejo de Cooperación del Golfo y con los organismos monetarios y bancos centrales de los Estados miembros que lo integran, en vista de la intención de dichos Estados⁶ de introducir una moneda única en el año 2010.

El 28 de febrero de 2005, el BCE celebró una reunión regional con el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad para el Desarrollo del África Austral (SADC, en sus siglas en inglés)⁷ para analizar la experiencia acumulada en cuanto a los procesos de integración regional e integración monetaria.

El BCE fortaleció su relación directa con los bancos centrales de Asia organizando, junto con el Banco de Indonesia, un seminario de alto nivel en el que participaron once gobernadores de la Organización cooperativa de autoridades monetarias de países del este de Asia y del Pacífico (*Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP*) y miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Los participantes en el seminario, que se celebró en el BCE en noviembre del 2005, analizaron cómo avanzar hacia un modelo de crecimiento mundial más equilibrado y examinaron la evolución reciente y otros temas de política económica relacionados tanto en la zona del euro como en la región de Asia y el Pacífico. También se evaluó la

experiencia de ambas regiones en materia de supervisión macroeconómica y financiera multilateral, así como la integración financiera transfronteriza a nivel mundial y dentro de la región de Asia y el Pacífico y la zona del euro.

Por lo que respecta a las relaciones institucionales con los países de América Latina, el BCE asistió como observador a la Reunión Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, celebrada en Okinawa a primeros de abril. Como miembro colaborador del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, el BCE siguió participando en varias actividades organizadas o copatrocinadas por esta institución, entre ellas, las reuniones semestrales de gobernadores de bancos centrales que tuvieron lugar en las ciudades de Cartagena y Washington en abril y septiembre, respectivamente, así como un seminario sobre las remesas de los trabajadores en América Latina, que se celebró en la ciudad de México en octubre. El BCE perseveró en sus esfuerzos para reforzar las relaciones bilaterales con las autoridades monetarias y otras autoridades oficiales de América Latina y, en este contexto, realizó visitas a México, Brasil y Argentina. Asimismo, durante el año 2005, el BCE recibió en Francfort a delegaciones procedentes de varios países latinoamericanos.

6 Los seis Estados miembros del Consejo son Arabia Saudí, Baharín, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar.

7 SADC es una agrupación regional integrada por los siguientes países del África austral: Angola, Botsuana, República Democrática del Congo, Lesoto, Madagascar, Malawi, Mauricio, Mozambique, Namibia, Sudáfrica, Suazilandia, Tanzania, Zambia y Zimbabue.

Artista

David Farrell

Título

Ballynultagh, 2000, (de la serie «Innocent Landscapes»)

Técnica

Fotografía

Tamaño

100 x 100 cm.

© El artista



CAPÍTULO 5

RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

Durante las últimas décadas, la independencia del banco central se ha convertido en un elemento indispensable de los regímenes monetarios que otorgan prioridad a la estabilidad de precios. Asimismo, un principio fundamental de las democracias modernas es que toda institución independiente que tenga encomendada una función pública ha de rendir cuentas de su actuación a los ciudadanos y a sus representantes elegidos democráticamente. Para un banco central independiente, la rendición de cuentas puede entenderse como la obligación de explicar sus decisiones a los ciudadanos y a sus representantes elegidos democráticamente, de modo que éstos pueden exigir responsabilidad a aquel en relación con la consecución de sus objetivos.

El BCE ha reconocido desde su creación la vital importancia de sus obligaciones referidas a la rendición de cuentas, por lo que mantiene un contacto regular con los ciudadanos de la UE y con el Parlamento Europeo. El compromiso del BCE a este respecto queda reflejado, por ejemplo, en los numerosos documentos publicados en el 2005 y los muchos discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno durante ese año (véase la sección 2 del capítulo 6).

El Tratado impone una serie de exigencias de información al BCE, que comprenden la publicación de un informe anual, un informe trimestral y un estado financiero semanal. El BCE cumple con creces dichas exigencias: publica un Boletín Mensual en lugar de un informe trimestral, celebra conferencias de prensa mensuales y publica mensualmente las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno distintas a las relativas a los tipos de interés.

En el ámbito institucional, el Tratado asigna un destacado papel al Parlamento Europeo en lo que respecta a la rendición de cuentas del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 113 del Tratado, el presidente presentó el Informe Anual 2004 ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo en el 2005. Asimismo, el presidente continuó informando regularmente

sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE a la Comisión Parlamentaria de Asuntos Económicos y Monetarios, en sus comparecencias trimestrales.

Otros miembros del Comité Ejecutivo fueron asimismo invitados a comparecer ante el Parlamento Europeo, en diversas ocasiones. En abril del 2005, el vicepresidente presentó el Informe Anual 2004 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. En octubre, dicha Comisión invitó a Lorenzo Bini Smaghi a participar en un intercambio de opiniones sobre la revisión de la estrategia del FMI (véase la sección 2.1 del capítulo 4).

De acuerdo con la práctica establecida, una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios realizó una visita al BCE con el fin de mantener un intercambio de opiniones sobre diversos temas con los miembros del Comité Ejecutivo. Además, se entablaron conversaciones informales con representantes del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con la compensación y liquidación de valores en la UE, y sobre temas de comunicación en relación con el euro, con especial atención a los nuevos Estados miembros de la UE que tienen previsto introducir la moneda única. Por otra parte, el BCE continuó con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por miembros del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con el mandato del BCE.

Por último, el artículo 112 del Tratado establece que el Parlamento Europeo dé su opinión sobre los candidatos propuestos para formar parte del Comité Ejecutivo antes de que sean nombrados. A este fin, el Parlamento Europeo invitó a Lorenzo Bini Smaghi a comparecer ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios para presentar sus puntos de vista y responder a las preguntas de sus miembros. Tras la comparecencia, el Parlamento ratificó su nombramiento.

2 CUESTIONES PLANTEADAS EN REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las diversas tomas de contacto entre el BCE y el Parlamento Europeo se trataron una amplia variedad de temas; la política monetaria constituyó el punto principal en las comparecencias del presidente del BCE ante el Parlamento Europeo. Algunas de las demás materias tratadas se abordan a continuación.

LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Buena parte del intercambio de opiniones entre el Parlamento Europeo y el BCE estuvo dedicado a las finanzas públicas y a la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Parlamento Europeo, en su resolución sobre las finanzas públicas en la UEM, adoptada en febrero del 2005, advertía que «el gasto público excesivo no sólo representa un riesgo para la estabilidad de precios, para el bajo nivel de los tipos de interés y el nivel de inversión pública, sino que también reduce la capacidad de afrontar el reto del cambio demográfico». Por lo que respecta a la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Parlamento acogió con satisfacción el refuerzo de la vertiente preventiva del Pacto y la mayor atención otorgada a los niveles de deuda y a los objetivos de la agenda de Lisboa. Asimismo, expresó su preocupación sobre la falta de claridad de las normas de la parte correctiva del Pacto, y lamentó que se hubiera perdido una oportunidad para fortalecer el papel de la Comisión Europea.

El presidente del BCE se congratuló del elevado grado de convergencia entre los puntos de vista de ambas instituciones sobre esta cuestión. En sus comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, insistió en que las políticas fiscales saneadas son fundamentales para la buena marcha de la UEM. En este contexto, indicó que la reforma del Pacto ofrece una oportunidad para renovar el compromiso con el saneamiento de las políticas fiscales, siempre que el marco reformado se aplique de forma rigurosa y coherente (véase la sección 1.1 del capítulo 4).

LA REVISIÓN A MEDIO PLAZO DE LA ESTRATEGIA DE LISBOA

Otra de las cuestiones que el BCE y el Parlamento Europeo trataron periódicamente fue la revisión a medio plazo de la estrategia de Lisboa. En sus resoluciones sobre esta materia, el Parlamento elogió el compromiso adoptado por el Consejo de la UE y la Comisión Europea de insuflar un nuevo dinamismo a la estrategia de Lisboa y manifestó su apoyo al nuevo marco de gobernanza. El Parlamento también subrayó que «a fin de lograr objetivos económicos sociales y medioambientales (...) ha de garantizarse el mantenimiento de unas condiciones macroeconómicas sostenibles orientadas al crecimiento». El Parlamento lamentó que el Consejo Europeo no hubiera refrendado la sugerencia del grupo de alto nivel presidido por Wim Kok de que la Comisión realice una clasificación anual de posiciones de los Estados miembros según sus progresos en relación con los objetivos de Lisboa.

El presidente del BCE afirmó que la agenda de Lisboa revisada constituye un buen programa para impulsar el potencial de crecimiento y de empleo en Europa. Asimismo, secundó el parecer del Parlamento de que un entorno macroeconómico estable es un requisito indispensable para incrementar el crecimiento y el empleo. También recalcó la necesidad de la evaluación comparativa y del apoyo multilateral en el ámbito europeo, al objeto de mejorar la aplicación de las reformas estructurales (véase la sección 1.1 del capítulo 4).

COMUNICACIÓN SOBRE EL EURO Y LA UEM

En el 2005, el Parlamento Europeo también examinó detalladamente la política de comunicación sobre el euro y la UEM dirigida a los ciudadanos de los países de la zona del euro y de aquéllos que lo adoptarán en el futuro. En marzo, el representante del Parlamento Europeo encargado de informar sobre esta cuestión realizó una visita al BCE para intercambiar puntos de vista con José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo, y con otros expertos del BCE. En su resolución sobre la aplicación de una estrategia de información y

comunicación sobre el euro y la UEM, el Parlamento elogió los beneficios de la UEM y calificó el euro como «posiblemente, el proyecto europeo más satisfactorio que se haya acometido». Al objeto de apoyar la moneda única y de preparar a los futuros miembros de la zona del euro para el proceso de transición, el Parlamento abogó por una estrategia de comunicación sobre el euro y la UEM coherente, ambiciosa y perdurable. Una de las medidas sugeridas fue que el BCE realizase un análisis cuantitativo anual de los beneficios de la moneda única para los ciudadanos.

Durante su comparecencia ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo, el presidente recalcó que el BCE estaba estudiando todos los medios adecuados para mejorar la comunicación acerca de los beneficios de la moneda única. El presidente explicó que un análisis cualitativo global de los beneficios del euro podría estar sujeto a problemas metodológicos y a dificultades en la obtención de datos. En una carta dirigida al Parlamento, señaló también que podría ser necesario incluir en dicho análisis cuestiones que trascienden el ámbito de la actividad de banca central.

INTEGRACIÓN FINANCIERA Y REGULACIÓN

En las tomas de contacto entre el BCE y el Parlamento Europeo, los asuntos relacionados con la integración financiera y la regulación volvieron a ocupar un lugar destacado. El Parlamento Europeo prestó especial atención a las actividades del SEBC y del Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) en el área de la compensación y liquidación de valores. En la resolución que sobre esta cuestión adoptó en julio del 2005, el Parlamento afirmó que las normas aplicables al SEBC y al CREV (véase la sección 4.3 del capítulo 3) no han de predefinir la legislación de la UE y recalcó la necesidad de que las partes afectadas por esta cuestión se consultasen profusa y abiertamente.

El presidente subrayó que dichas normas aportaban una contribución importante para una infraestructura segura e integrada en el ámbito de la compensación y liquidación de valores,

y que el SEBC y el CREV habían adoptado sus decisiones de forma abierta y transparente, tras haber llevado a cabo numerosas consultas con los participantes en el mercado. Expresó, asimismo, que las normas aplicables al SEBC y al CREV no son un sustituto ni un impedimento para la adopción de futuras disposiciones legislativas sobre esta materia.

BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

En el 2005, se consideró también la posibilidad de emitir billetes y monedas en euros de muy baja denominación. El Parlamento Europeo, además de dirigir al presidente preguntas escritas sobre este tema, adoptó una declaración en la que solicitaba a la Comisión Europea, al Consejo de la UE y al BCE que reconociesen la necesidad de emitir billetes de uno y de dos euros.

El Consejo de Gobierno había decidido en el 2004 no introducir billetes en euros de muy baja denominación, dado que los argumentos en contra de introducirlos tenían más peso que los argumentos a favor. La decisión del Consejo de Gobierno estuvo motivada por la insuficiente demanda de billetes de muy baja denominación por parte de los ciudadanos, los problemas prácticos que la introducción de estos billetes representaría para terceros y el alto coste de su elaboración e impresión. El presidente explicó que no había nuevos datos que justificasen un cambio de la valoración del Consejo de Gobierno.

Artista

Natividad Bermejo

Título

Duérmete niño, 2000

Técnica

Grafito sobre papel

Tamaño

145 x 212 cm.

© BCE y la artista



CAPÍTULO 6

COMUNICACIÓN EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño de sus otras funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– orientan las actividades de comunicación del BCE. Ambos contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos sirven de apoyo al BCE para cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 5.

El principio de explicación de forma periódica, detallada y en tiempo real de las decisiones y las valoraciones de la política monetaria del BCE, que se adoptó en 1999, constituye una aproximación singularmente abierta y transparente a la labor de comunicación de un banco central. Las decisiones sobre política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. El presidente realiza un detallado comunicado preliminar y, junto con el vicepresidente, se pone a disposición de los medios para responder a sus preguntas. Desde diciembre del 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de las referidas a los tipos de interés también se publican todos los meses en las direcciones de Internet de los bancos centrales del Eurosistema.

Los instrumentos jurídicos del BCE y los estados financieros consolidados del Eurosistema se publican en las veinte lenguas oficiales de la Comunidad. Las demás publicaciones estatutarias del BCE –el Informe Anual, la versión trimestral del Boletín Mensual y el Informe de Convergencia– se publican en diecinueve de las veinte lenguas oficiales de la UE¹. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia frente a los ciudadanos europeos y sus representantes elegidos democráticamente, el BCE publica también otros documentos en todas las lenguas oficiales, como las notas de prensa sobre las decisiones de política monetaria, las proyecciones macroeconómicas de los expertos y las declaraciones de interés para el público en general. La elaboración, publicación y distribución de las versiones de las principales publicaciones del BCE en las dis-

tintas lenguas nacionales se realiza en estrecha colaboración con los BCN.

1 Se aplica una excepción temporal al maltés.

2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE ha de dirigirse a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, la prensa, las Administraciones Públicas, los Parlamentos y el público en general, que poseen muy distintos niveles de conocimiento de economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de un conjunto de instrumentos y actividades que constantemente tratan de mejorarse de modo que resulten más efectivos.

El BCE publica diversos estudios e informes. El Informe Anual presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior y, de este modo, contribuye a que se pueda exigir al BCE responsabilidad por sus actuaciones. El Boletín Mensual ofrece una evaluación continua y actualizada de la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como información detallada en la que se basan sus decisiones. El BCE contribuye a la difusión de los resultados de la investigación económica publicando documentos de trabajo y documentos ocasionales y organizando conferencias, seminarios y cursos.

En el 2005, el BCE, en cooperación con los BCN de la zona del euro, preparó un conjunto de materiales educativos para los estudiantes de secundaria y para sus profesores. El objetivo de este material es ofrecer una panorámica general y una explicación clara de las razones por las que la estabilidad de precios resulta importante para garantizar la prosperidad a largo plazo y de cual es la forma en la que la política monetaria del BCE se orienta al logro de este objetivo. El material informativo, que se ha realizado en las lenguas nacionales de la zona del euro y se ha distribuido a 50.000 centros de secundaria de los países que la integran, consta de una película de ocho minutos, folletos para los alumnos y un libro para el profesor. También puede descargarse del sitio web del BCE, donde está disponible en todas las lenguas oficiales de la UE.

El BCE ha mejorado también el método que utiliza para comunicar sus decisiones de política



monetaria a los mercados financieros y para hacer llegar la información al público en general. Desde febrero del 2005, la conferencia de prensa mensual ha venido retransmitiéndose en directo a través del sitio web del BCE. Además, el vídeo y las grabaciones sonoras se ponen a disposición del público poco después de cada conferencia.

El BCE, junto con el BPI y los bancos centrales del G-10, inició la publicación de una nueva revista especializada titulada «International Journal of Central Banking», cuyo primer número trimestral apareció el 19 de mayo de 2005. Esta publicación contiene artículos relevantes en términos de política sobre la teoría y la praxis de los bancos centrales, haciendo especial hincapié en los estudios relacionados con la política monetaria y la estabilidad financiera.

Todos los miembros del Consejo de Gobierno participan directamente en los esfuerzos encaminados a lograr que el público tenga un conocimiento y una comprensión más cabales de las funciones y políticas del Eurosistema, mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales, alocuciones públicas y comunicación con los medios. En el 2005, los seis miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron alrededor de 220 discursos y conce-

dieron numerosas entrevistas, además de otras contribuciones en forma de artículos en diarios, revistas y periódicos.

Los BCN de la zona del euro también desempeñan un papel importante, a nivel nacional, en la comunicación de la información sobre el euro y las actividades del Eurosistema al público en general y a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información a un público muy diverso, a escala regional y nacional, en sus propios idiomas y entornos.

Además, el BCE recibe grupos de visitantes en su sede de Fráncfort. En el año 2005, unos 8.000 visitantes recibieron información de primera mano en conferencias y presentaciones impartidas por el personal de la institución. La mayoría de los visitantes fueron estudiantes universitarios y profesionales del sector financiero.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus diversas actividades, se difunden a través de la dirección del BCE en Internet. En el año 2005 se recibieron y atendieron alrededor de 65.000 consultas a través de diversos canales.

El BCE organiza anualmente un programa de Días Culturales, cuyo objetivo es acercar la diversidad y la actividad cultural de los Estados miembros de la UE al público y a los propios empleados del BCE. Cada año esta iniciativa pone de manifiesto la riqueza de la cultura de un país, favoreciendo con ello el entendimiento de los países que conforman la UE. En el 2005, el programa de Días Culturales se centró en Hungría, tras dedicarse a Portugal en el año 2003 y a Polonia en el 2004. El programa de actividades, que se desarrolló entre el 2 y el 28 de noviembre, se organizó en estrecha colaboración con el Magyar Nemzeti bank.

Artista

Pedro Proença

Título

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Técnica

Acrílico sobre lienzo

Tamaño

200 x 150 cm.

© BCE y el artista

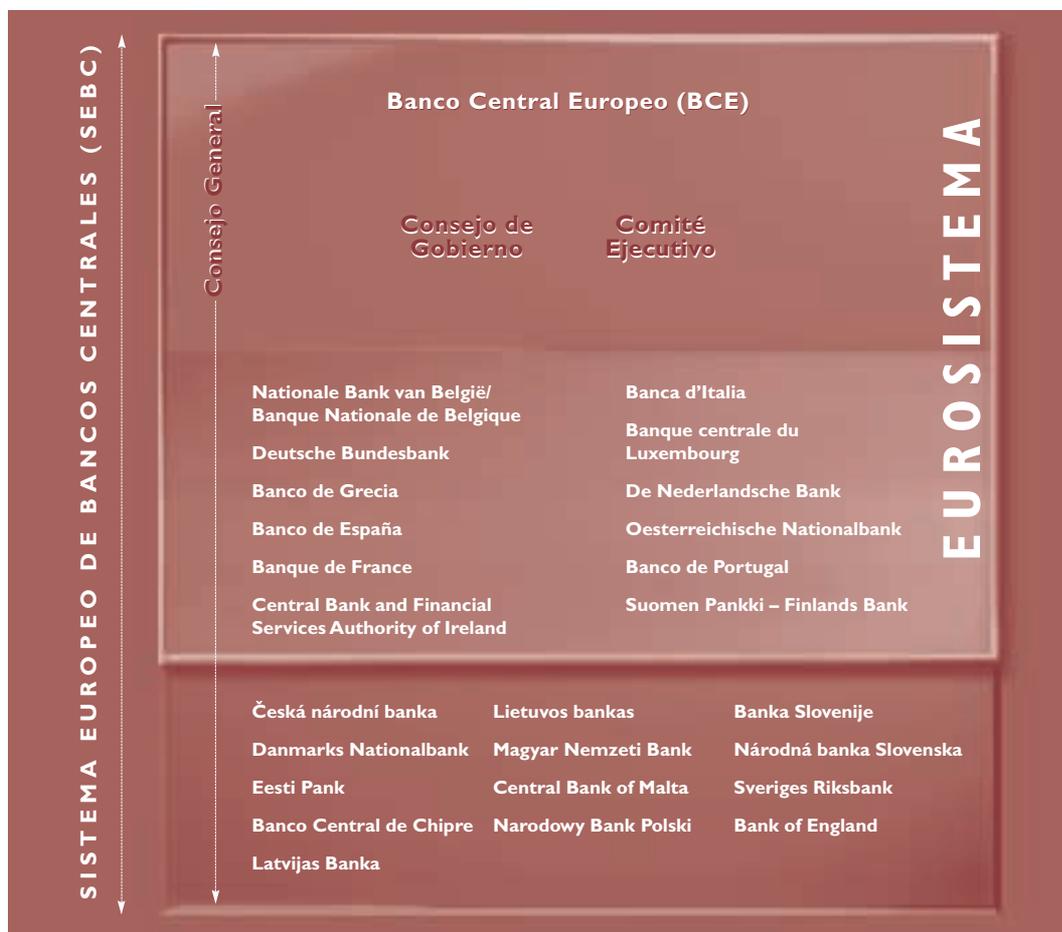


CAPÍTULO 7

MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los doce Estados miembros cuya moneda es el euro. El Consejo de Gobierno adoptó el término «Eurosistema» para facilitar el entendimiento de la estructura de la banca central de la zona del euro. El término subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros. En enero del 2005, el BCE y los BCN de la zona del euro publicaron en sus correspondientes sitios web una declaración sobre la misión del Eurosistema, así como los propósitos estratégicos y los principios organizativos para que todos sus miembros cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (actualmente 25), es decir, incluye los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. La distinción entre Eurosistema y SEBC se mantendrá en tanto existan Estados miembros que no hayan adoptado el euro.

El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional y constituye el eje del Eurosistema y del SEBC. El BCE se asegura de que éstos cumplan las funciones que tienen asignadas, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los BCN.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN colaboran también en las tareas del Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los comités del Eurosistema/SEBC (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están regidos por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, en tanto existan Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente¹. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes, respetando debidamente el principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. De acuerdo con el Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema, y

- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne, normalmente, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. En la primera reunión del mes, entre otros asuntos, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En el 2005, se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort: en Berlín, en el Deutsche Bundesbank, y en Grecia, en el Banco de Grecia.

Al adoptar decisiones sobre política monetaria y otras funciones asignadas al Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países, sino a título personal y de forma completamente independiente, como refleja el principio de «un voto por miembro», que se emplea en el Consejo de Gobierno.

¹ Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2004/2 de 19 de febrero de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33; la Decisión BCE/2004/12 de 17 de junio de 2004 por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE1999/7 de 12 de octubre de 1999 relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

CONSEJO DE GOBIERNO



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi (desde el 1 de junio de 2005)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Jaime Caruana

Gobernador del Banco de España

Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(desde el 20 de diciembre de 2005

hasta el 15 de enero de 2006)

Gobernador en funciones de la Banca d'Italia

Mario Draghi (desde el 16 de enero de 2006)

Gobernador de la Banca d'Italia

Gobernador de la Banca d'Italia

Antonio Fazio (hasta el 19 de diciembre de 2005)

Gobernador de la Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Klaus Liebscher

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

(hasta el 31 de mayo de 2005)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del Nederlandsche Bank

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Nicholas C. Garganas,
Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Nout Wellink, Christian Noyer

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y deci-

siones adoptadas por el Consejo de Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;

- ser responsable de la gestión diaria del BCE, y
- asumir determinados poderes que deleguen en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

El Comité de Gestión, presidido por un miembro del Comité Ejecutivo, asesora y asiste a este comité en asuntos relativos a la gestión, la planificación de la actividad y el presupuesto anual del BCE.

**Fila posterior
(de izquierda de derecha):**
Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

**Fila anterior
(de izquierda a derecha):**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (Presidente),
Lucas D. Papademos
(Vicepresidente)



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

(desde el 1 de junio de 2005)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Otmar Issing

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

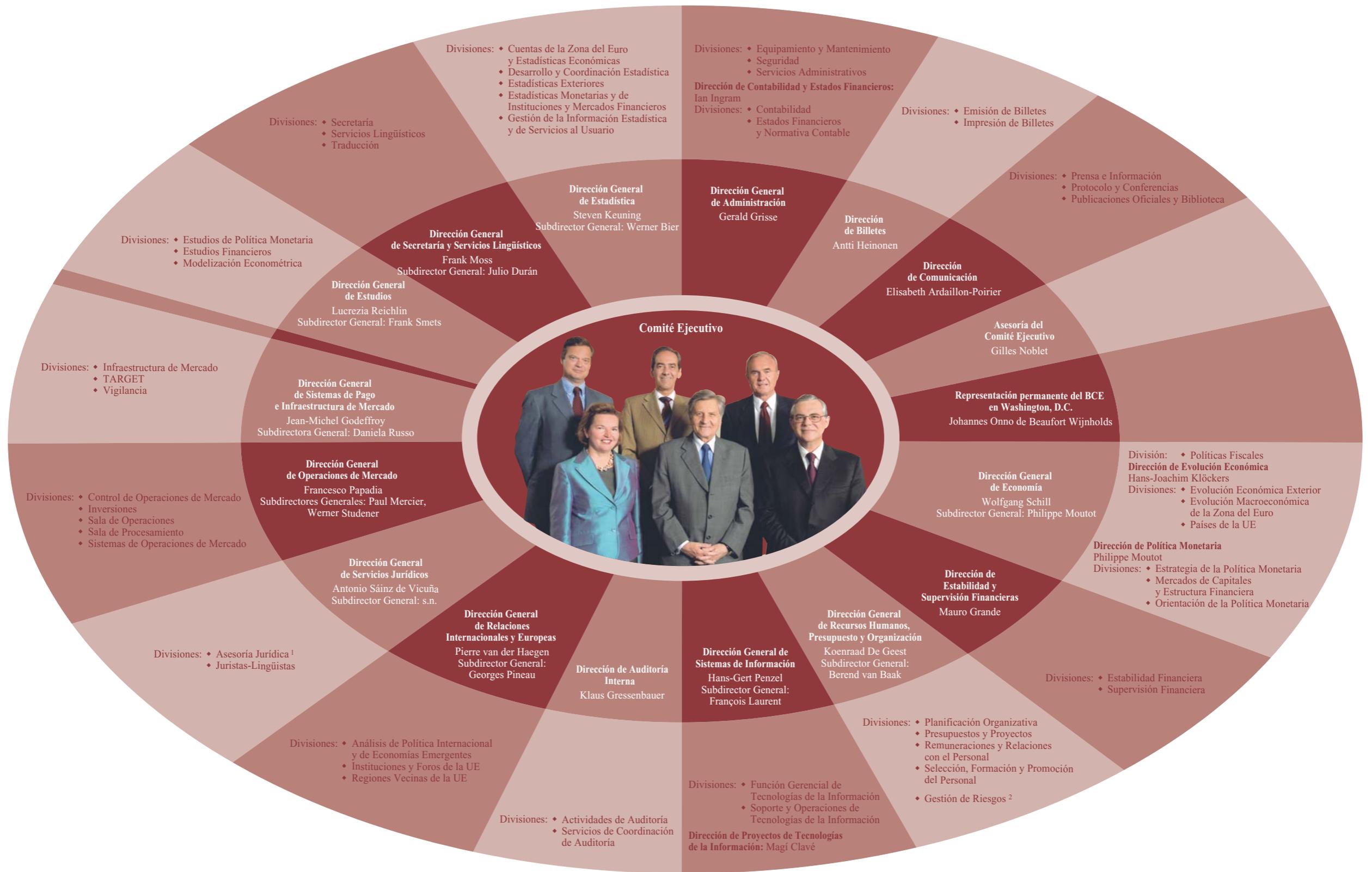
Tommaso Padoa-Schioppa

(hasta el 31 de mayo de 2005)

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE



Comité Ejecutivo

Fila posterior (de izquierda a derecha): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing
Fila anterior (de izquierda a derecha): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Incluye la función de protección de datos.
² Informa directamente al Comité Ejecutivo.

1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de todos los Estados miembros de la UE, es responsable de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En el 2005, el Consejo General se ha reunido cuatro veces. El Consejo General decidió en marzo del 2005 que se invitaría a los gobernadores de los

bancos centrales de Bulgaria y Rumanía a asistir a las reuniones del Consejo General en calidad de observadores, a partir de la fecha en que sus países firmarán el Tratado de Adhesión. Esta decisión se adoptó en correspondencia con el enfoque aplicado en el 2003 a los diez bancos centrales de los países adherentes para mejorar la cooperación con ellos y en preparación de su incorporación al SEBC. El 16 de junio de 2005, los gobernadores de los bancos centrales de Bulgaria y Rumanía participaron por primera vez como observadores en una reunión del Consejo General.

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden



Jean-Claude Trichet Presidente del BCE
Lucas D. Papademos Vicepresidente del BCE
Bodil Nyboe Andersen (hasta el 31 de octubre de 2005)
Gobernador del Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Presidente del Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein (desde el 1 de noviembre de 2005)
Gobernador del Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Gobernador del Central Bank of Malta
Jaime Caruana Gobernador del Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Gobernador del Banco Central de Chipre
Vítor Constâncio Gobernador del Banco de Portugal
Vincenzo Desario
(desde el 20 de diciembre de 2005 hasta el 15 de enero de 2006)
Gobernador en funciones de la Banca d'Italia
Mario Draghi (desde el 16 de enero de 2006)
Gobernador de la Banca d'Italia
Antonio Fazio (hasta el 19 de diciembre de 2005)
Gobernador de la Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Gobernador del Banco de Grecia
Mitja Gaspari Gobernador del Banka Slovenije
Lars Heikensten (hasta el 31 de diciembre de 2005)
Gobernador del Sveriges Riksbank
John Hurley Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Stefan Ingves (desde el 1 de enero de 2006)
Gobernador del Sveriges Riksbank
Zsigmond Járαι
Gobernador del Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Gobernador del Bank of England
Vahur Kraft (hasta el 6 de junio de 2005)
Gobernador del Eesti Pank
Klaus Liebscher
Gobernador del Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok (desde el 7 de junio de 2005)
Gobernador del Eesti Pank
Yves Mersch
Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Gobernador de la Banque de France
Guy Quaden
Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Gobernador del Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Presidente del Consejo del Lietuvos bankas
Ivan Šramko
Gobernador del Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma
Gobernador del Česká národní banka
Axel A. Weber
Presidente del Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Presidente del Nederlandsche Bank

Nota: Mervyn King e Ivan Šramko no asistieron a la reunión celebrada el día en que se hizo la fotografía.

I.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS Y CONFERENCIA SOBRE RECURSOS HUMANOS



Los comités del Eurosistema/SEBC han continuado desempeñando un papel destacado, apoyando a los órganos rectores en el desarrollo de sus funciones. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los comités cuando se tratan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También puede invitarse, cuando proceda, a otros organismos competentes en las materias respectivas, como es el caso de los supervisores nacionales en el Comité de Supervisión Bancaria. Desde la firma del Tratado de Adhesión en abril del 2005, y en consonancia con la decisión de invitar a los gobernadores de

los bancos centrales de los países adherentes a las reuniones del Consejo General, se ha invitado a expertos de los bancos centrales de Bulgaria y Rumanía a las reuniones de los comités del SEBC en calidad de observadores cuando se tratan cuestiones que entran en el ámbito de competencias del Consejo General. En la actualidad, existen 12 comités del Eurosistema/SEBC, todos ellos establecidos de conformidad con el artículo 9 del Reglamento interno del BCE.

El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, colabora con el Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE.

En noviembre del 2005, el Consejo de Gobierno estableció una Conferencia sobre Recursos Humanos, en virtud del artículo 9a del Reglamento interno (véase sección 2 de este capítulo).

1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externos e internos, así como normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo, un auditor externo², que audita las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publican en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea.

En agosto del 2002, el Consejo de Gobierno decidió que, para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, debería aplicarse el principio de rotación de las empresas de auditoría. Esta decisión se llevó a la práctica como parte del procedimiento de designación del nuevo auditor externo.

PROCEDIMIENTOS DEL CONTROL INTERNO

La estructura de control interno del BCE tiene un enfoque funcional, en virtud del cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de su propia eficiencia y control interno. Para ello, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad y determinan el nivel aceptable de riesgo. Por ejemplo, aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como muralla china– para impedir que información privilegiada, procedente, por ejemplo, de las áreas a las que corresponde la puesta en práctica de la política monetaria, alcance las áreas cuya responsabilidad es la gestión de las reservas exteriores y de la cartera de recursos propios del BCE. Además de estos controles, distintas divisiones de la Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización realizan un seguimiento del pro-

ceso de control y presentan propuestas para mejorar la eficiencia en la identificación, valoración y reducción de riesgos en el BCE en su conjunto.

Con independencia de la estructura de control y de los procesos de seguimiento de riesgos del BCE, la Dirección de Auditoría Interna, que depende del Comité Ejecutivo, realiza trabajos de auditoría. De conformidad con el mandato recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE³, los auditores internos evalúan, caso por caso, la adecuación y la eficacia del sistema de control interno del BCE, así como la calidad de su actuación en el desempeño de las competencias que le han sido atribuidas. Los auditores internos observan las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

Un comité del Eurosistema/SEBC, el Comité de Auditoría Interna, compuesto por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de la coordinación relativa a la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema/SEBC.

En el BCE se aplican dos Códigos de Conducta. El primero, al que han de atenerse los miembros del Consejo de Gobierno, pone de manifiesto su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones⁴. El Código sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando actúan como miembros del Consejo. El Consejo de Gobierno ha nombrado, también, un asesor que presta asesoramiento a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesio-

2 Tras ganar un concurso público en el 2002, KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue designado nuevo auditor externo del BCE para el período de cinco años comprendido entre el 2003 y el 2007.

3 Esta Ordenanza se encuentra publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

4 Véanse el Código de Conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y la dirección del BCE en Internet.

nal. El otro código es el Código de Conducta del BCE, que sirve de guía y referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones⁵. De conformidad con el Código de Conducta, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido utilizar en provecho propio información confidencial cuando llevan a cabo actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propios o por cuenta y riesgo de terceros⁶. Un asesor ético nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza la interpretación de estas normas.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento⁷ para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias comunitarias.

El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias adopte decisiones en virtud de las cuales OLAF pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión⁸ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE⁹, adoptada en marzo del 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos comunitarios respecto al acceso público a sus documentos. Simultáneamente se mejora la transparencia y se respeta la independencia del BCE y de los BCN, al garantizarse la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE.

En el 2005, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

- 5 Véanse el Código de Conducta del Banco Central Europeo elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 76, de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.
- 6 Véanse el apartado 1.2 del artículo del Reglamento del Personal del BCE relativo a la conducta y el secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.
- 7 Reglamento (CE) n° 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones realizadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136, de 31.5.1999, p. 1.
- 8 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el BCE en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones del contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal de Cuentas Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso C-11/00 de la Comisión contra el Banco Central Europeo, ECR, I-7147.
- 9 DO L 80, de 18.3.2004, p. 42.

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 RECURSOS HUMANOS

EMPLEADOS

El total de puestos de trabajo presupuestados para el año 2005 fue de 1.369,5 empleos equivalentes a tiempo completo, frente a 1.362,5 en el 2004. A finales del 2005, el número de empleados del BCE con contratos indefinidos o temporales de una duración mínima de doce meses ascendía a 1.360, equivalente a 1.351 empleos a tiempo completo¹⁰. A partir del 15 de mayo de 2005, el BCE comenzó a aceptar solicitudes de ciudadanos de dos países adherentes, Bulgaria y Rumanía. La contratación de nuevo personal para cubrir todos los puestos permanentes se hizo mediante contratos de cinco años para los puestos de dirección y de asesoría, y de tres años de duración para las restantes categorías de empleados.

En el 2005, el BCE ofreció 106 contratos de duración inferior a un año, frente a 123 contratos en el 2004, con el fin de reemplazar a empleados de baja por maternidad, paternidad y con permiso sin sueldo.

Por otra parte, de conformidad con uno de los principios organizativos del Eurosistema, según el cual «todos los miembros del Eurosistema han de promover el intercambio de personal, los conocimientos y la experiencia», 80 expertos de los BCN del SEBC, así como del Bulgarian National Bank y del Banca Națională a României, trabajaron en el BCE durante períodos de entre tres y once meses. Estas breves estancias de trabajo ofrecieron una oportunidad especialmente útil para el intercambio de experiencia entre el personal del BCE y de los BCN y para el fomento del espíritu de equipo en el SEBC. Asimismo, contribuyeron a los preparativos para la futura ampliación de la UE y la próxima integración del Bulgarian National Bank y del Banca Națională a României en el SEBC.

En el 2005, el BCE ofreció contratos en prácticas a 158 estudiantes y licenciados, con formación en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción, en comparación con 166 contratos de este tipo en

el 2003. De los 158 empleados en prácticas, 10 participaron en el programa de investigación de postgrado, destinado a estudiantes destacados próximos a finalizar sus estudios de doctorado.

El programa de investigadores visitantes, que se centra en proyectos concretos de investigación de alto nivel en el ámbito de la política monetaria, contó con la participación de 19 investigadores, en comparación con los 18 que participaron en el 2004.

El programa de postgrado del BCE, destinado a recién licenciados con amplia formación, comenzó en el 2005 con una solicitud de expresiones de interés. Se espera que los primeros participantes comiencen en el 2006.

MOVILIDAD INTERNA

Para los empleados, la movilidad interna constituye una oportunidad de ampliar su experiencia y un cauce para incrementar las sinergias entre las distintas unidades de gestión. A este respecto, la política de selección interna, que concede mayor importancia que en el pasado a la diversificación de las competencias profesionales, se propone facilitar en mayor medida la movilidad interna del personal. Otras iniciativas, como los intercambios de personal y las transferencias internas temporales a otras funciones para suplir a colegas ausentes, fomentan también la movilidad interna. En el 2005, más de 100 empleados cambiaron de puesto de trabajo.

MOVILIDAD EXTERNA

Ha continuado destinándose temporalmente a los empleados del BCE a los BCN y a otras instituciones internacionales y europeas (por ejemplo, la Comisión Europea y el FMI) por períodos de dos a doce meses. En el 2005, 15 empleados participaron en este programa de experiencia laboral externa. Además, el BCE ha seguido concediendo permisos sin sueldo hasta un plazo máximo de tres años a los empleados que quieran trabajar en un BCN o en otros orga-

¹⁰ En comparación con los 1.314 empleados con contratos indefinidos o temporales al final del 2004, equivalentes a 1.309 empleos a tiempo completo.

nismos financieros afines. En el 2005, 14 empleados se acogieron a esta posibilidad.

FOMENTO DE LOS RECURSOS HUMANOS

La puesta en práctica de la nueva estrategia de recursos humanos, iniciada en el 2004, continuó durante el 2005. Además de favorecer la movilidad, incluida la rotación de directivos, dicha estrategia se centra en el perfeccionamiento de la dirección del BCE. Se ha seguido ofreciendo formación para mejorar la capacidad de dirección y de liderazgo mediante cursos, tutorías individuales y ejercicios de evaluación multilaterales. Este ejercicio anual, obligatorio para todos los directivos, ofrece una evaluación realizada por los empleados y se refleja en el informe anual de evaluación de desempeño de los directivos del BCE. Además, el programa «Advanced Management Training Programme» ha sido ampliado para incluir las áreas de gestión de desempeño del personal y de cambio organizativo.

Asimismo, los seis valores comunes del BCE (competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas, y trabajar por Europa), definidos en el 2004, se han ido incorporando gradualmente en las políticas de recursos humanos. Los primeros pasos para integrar los valores en la actividad y el comportamiento diarios del personal han consistido en alentar iniciativas destinadas a traducir los valores en normas y pautas concretas de comportamiento e incorporar dichos valores a la evaluación de desempeño.

La adquisición y desarrollo continuos de competencias profesionales es uno de los aspectos principales de la estrategia de recursos humanos del BCE. La formación y el perfeccionamiento, en cuanto que constituyen uno de sus principios fundamentales, son una responsabilidad compartida. El BCE ofrece el presupuesto y el programa formativo, los directivos determinan las necesidades de formación a fin de garantizar que los empleados mantengan el elevado grado de conocimiento requerido para el desempeño de su puesto, y es responsabilidad de los empleados aprender y ampliar su forma-



ción. Además de seguir diversos cursos organizados internamente, tanto los empleados como los directivos pueden participar en cursos externos cuando sea necesario un aprendizaje individual de naturaleza más técnica. También pueden participar en los cursillos organizados como programas de formación comunes para el SEBC o en los ofrecidos por los BCN.

Por otra parte, como parte de la «Secondary Training Policy», el BCE facilitó a 19 empleados la adquisición de una cualificación que incrementará su competencia profesional por encima de los requisitos exigidos para el desempeño de su puesto actual.

LA CONFERENCIA SOBRE RECURSOS HUMANOS Y EL SEGUIMIENTO DE LA MISIÓN DEL EUROSISTEMA

Al objeto de intensificar la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de recursos humanos, el Consejo de Gobierno creó una Conferencia sobre Recursos Humanos. Sin perjuicio de la competencia exclusiva de los BNC y del BCE en materia de recursos humanos, el Consejo de Gobierno asignó a la conferencia funciones relacionadas con el intercambio de experiencia, conocimiento técnico e información sobre políticas y prácticas de recursos humanos aplicables. La conferencia contribuirá, entre otras cosas, a la identificación de oportunidades de actividades comunes de formación y a la elaboración de medidas para promover los intercambios de personal. Asimismo, coordinará actividades de interés común en materia de recursos humanos.

El 1 de septiembre de 2005, el Consejo de Gobierno decidió adoptar una serie de medidas concretas para promover la Misión del Eurosistema, publicada en enero del 2005. La Conferencia sobre Recursos Humanos y el Comité

de Comunicación del Eurosistema/SEBC recibieron posteriormente el encargo de aplicar las medidas aprobadas. Incorporar la Misión del Eurosistema a su trabajo diario de una forma concreta será para sus empleados un proceso continuo.

GESTIÓN DE LA DIVERSIDAD

La gestión de la diversidad trata de utilizar las diferencias entre el personal para crear un entorno de trabajo productivo y respetuoso en el que el talento se aproveche al máximo y se alcancen los objetivos organizativos. La gestión de la diversidad es importante para el BCE, ya que contrata personal de los 25 Estados miembros y de los dos países adherentes. Por consiguiente, el BCE ha integrado la gestión de la diversidad en sus actividades cotidianas con el fin de que se reconozcan las competencias profesionales del personal y se plasmen en el elevado nivel de rendimiento necesario para que el BCE cumpla su cometido. Durante el 2005, se siguieron desarrollando una política general de gestión de la diversidad, un marco de política referido a la dignidad en el trabajo y una propuesta para el seguimiento de cuestiones relacionadas con la diversidad.

2.2 EXAMEN DE LA EFICACIA Y LA EFICIENCIA DEL BCE

En cuanto que institución pública, el BCE ha adquirido el compromiso de ofrecer el mejor servicio al menor coste. Como complemento de los procedimientos de control internos y externos que vigilan permanentemente el cumplimiento de su compromiso, el BCE decidió examinar su eficacia y eficiencia poniendo en práctica un ejercicio de presupuesto cero en el que el personal y los directivos participaron activamente. Este ejercicio consistió en un análisis integral de la eficacia y la eficiencia de las actividades de todas las unidades de gestión del BCE, efectuado a partir de un estudio detallado de las actividades y de la producción de todos los empleados y directivos del BCE.

Basándose en las conclusiones de este ejercicio, el Comité Ejecutivo decidió que un número considerable de puestos de trabajo fueran amortizados, aunque sin despedir a ningún empleado. Durante varios meses del 2005, se suspendió la contratación de nuevo personal, mientras se evaluaba la posibilidad de transferir algunos de los empleados a otros puestos de trabajo del BCE. El Comité Ejecutivo adoptó, además, una serie de medidas referidas a otras cuestiones organizativas que afectaban a unidades de gestión específicas o al conjunto de éstas. Dichas medidas comprendían: la creación de una Oficina Central de Contratación en la Dirección General de Administración; la fusión de la Dirección de Planificación y Control con la Dirección de Recursos Humanos en una nueva Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización; la clarificación de la asignación de responsabilidades entre la Dirección General de Sistemas de Información y otras unidades de gestión del BCE en lo que concierne a las aplicaciones informáticas; la concentración del trabajo estadístico en la Dirección General de Estadística y la mejora de la gestión del riesgo operativo.

2.3 NUEVA SEDE DEL BCE

El 13 de enero de 2005, tras detenidas consideraciones y amplias deliberaciones con base en los criterios de selección del concurso sobre el proyecto de la futura sede del BCE, el Consejo de Gobierno decidió a favor de la propuesta revisada de COOP HIMMELB(L)AU, el estudio de arquitectura que había ganado el concurso internacional de arquitectura y planificación urbana. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno inició una fase de optimización para revisar los requisitos funcionales, espaciales y técnicos, con el fin de minimizar los costes y lograr la utilización óptima de los recursos.

El 15 de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno aprobó la propuesta optimizada de COOP HIMMELB(L)AU para la nueva sede del BCE. El nuevo proyecto cumple totalmente los requisitos impuestos por el BCE. La estimación



de los costes de construcción se inscribe dentro de la acotación de 500 millones de euros prevista. Los costes de construcción de la nueva sede abarcan la edificación, la infraestructura técnica y las zonas ajardinadas, así como ciertos elementos necesarios y requisitos específicos para los usuarios, que garantizarán el funcionamiento adecuado del BCE como un banco central moderno. El coste total de la inversión comprende no sólo los costes de construcción, sino también otras partidas de gasto necesarias para completar el proyecto. Estas otras partidas incluyen, en particular, al coste de adquisición del solar de Grossmarkthalle, los ulteriores preparativos y urbanización del solar, todos los costes de planificación y otros gastos en partidas tales como permisos de edificación, mobiliario y sistemas informáticos. Se estima que estos costes ascenderán a un total de 350 millones de euros, de los que ya se han invertido 80 millones en la adquisición, preparación y urbanización del solar, así como en el concurso de diseño arquitectónico. Por lo tanto, se estima que el coste total de la inversión, que incluye los costes de construcción y todos los demás costes, alcance los 850 millones de euros. Este coste se ha estimado siguiendo la metodo-

logía utilizada para este tipo de proyectos y se basa en un nivel de precios constante con referencia al año 2005.

La fase de optimización ha dado lugar a varios cambios en el proyecto. En primer lugar, ha introducido un nuevo elemento de construcción, que cruzará el Grossmarkthalle, conectando el vestíbulo con las torres, y que proporcionará un acceso distintivo por la parte norte a la nueva sede del BCE. En segundo lugar, ha intensificado el uso del Grossmarkthalle y mejorado su perspectiva, vista desde el sur. Los aspectos arquitectónicos de las torres y su función de ser utilizadas para espacio de oficinas se han mantenido en la propuesta optimizada.

El 15 de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno también decidió iniciar la fase de planificación, que comenzará en marzo del 2006. Se prevé que las obras de construcción se inicien hacia finales del 2007 y se terminen a finales del 2011.

El 16 de febrero de 2006, el Consejo de Gobierno aprobó el marco para la gestión, organización, control y auditoría de la fase de pla-

nificación del proyecto para la nueva sede del BCE, en el que se incluye la gestión de la contratación y del riesgo operativo.

También se erigirá un monumento en memoria de la comunidad judía y un espacio informativo para conmemorar el papel del Grossmarkthalle en la deportación de ciudadanos judíos. Se ha creado un grupo de trabajo integrado por representantes de la Ciudad de Fráncfort, de la comunidad judía de Fráncfort y del BCE con el fin de preparar un concurso internacional para la presentación de proyectos, que se espera que se convoque en el primer semestre del 2006.

3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El diálogo social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes de los empleados de todos los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos. Su objetivo es proporcionar información e intercambiar puntos de vista sobre cuestiones que puedan tener importantes repercusiones sobre la situación laboral en los bancos centrales del SEBC.

En el 2005, se celebraron tres reuniones del Diálogo Social del SEBC. Además de asuntos relacionados con la fabricación y la circulación de billetes, los sistemas de pago (TARGET2) y la supervisión financiera, que el Diálogo Social aborda regularmente, entre los puntos tratados se incluyeron la misión del Eurosistema, los propósitos estratégicos y los principios organizativos, así como sus repercusiones en el trabajo diario del personal del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno tomó nota del deseo de los representantes del personal de participar en las discusiones sobre las consecuencias para los empleados de la declaración de la misión del Eurosistema y de que se les consulte antes de adoptar decisiones sobre una serie de medidas iniciales de aplicación relacionadas con dicha declaración. En primer lugar, en mayo del 2005 se propuso a los BCN de la zona del euro la realización de una consulta descentralizada con los representantes de los empleados. En segundo lugar, a partir de esa iniciativa se llevó a cabo la consulta mencionada en el contexto de la reunión del Diálogo Social de julio del 2005. En esta reunión, la federación europea de sindicatos realizó una declaración en la que presentó su visión de la declaración de la misión del Eurosistema, los propósitos estratégicos y los principios organizativos.

Entre reunión y reunión, el BCE continuó publicando un boletín informativo para informar a los representantes de los empleados de los últimos acontecimientos relativos a los temas mencionados anteriormente. En las reuniones celebradas en el 2005 se acordaron también diversas vías para mejorar el Diálogo Social del SEBC e incrementar la participación de los represen-

tantes de los empleados y de los sindicatos de los BCN de los diez Estados miembros.

4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2005

I PRINCIPALES ACTIVIDADES

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2005 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Dichas cuentas son aprobadas posteriormente por el Consejo de Gobierno y después publicadas.

3 PROVISIÓN PARA LA COBERTURA DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS Y VARIACIÓN DEL PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. Este grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, yenes japoneses y oro, que se invierten en instrumentos que generan intereses.

Teniendo en cuenta la elevada exposición del BCE a estos riesgos y el volumen actual de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno decidió establecer una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y precio del oro. A 31 de diciembre de 2005 se dotó esta provisión por un importe de 992 millones de euros, lo que tuvo como efecto la reducción a cero del beneficio neto del ejercicio.

Esta provisión será utilizada para compensar pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no realizadas no cubiertas por

las cuentas de revalorización. La dotación de la misma estará sujeta a revisión anual.

4 RESULTADOS FINANCIEROS

De no haberse constituido la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, el beneficio neto del BCE en el ejercicio 2005, hubiera ascendido a 992 millones de euros. En el 2004, el BCE registró una pérdida neta de 1.636 millones de euros.

La pérdida en el 2004 obedeció principalmente a la apreciación del euro, que se tradujo en una disminución del valor en euros de las tenencias del BCE de activos denominados en dólares estadounidenses, registrada en la cuenta de pérdidas y ganancias. El coste medio de los activos y pasivos denominados en dólares estadounidenses que figura en la contabilidad del BCE también experimentó un ajuste en consonancia con el tipo de cambio de fin de año.

En el 2005, la depreciación del euro respecto al dólar estadounidense y al oro dio lugar a un incremento sustancial de las respectivas cuentas de revalorización, pero no produjo efectos simultáneos sobre la cuenta de pérdidas y ganancias. La normativa contable del BCE y del Eurosistema, descrita en las notas a las cuentas anuales, está basada fundamentalmente en el principio de prudencia. En concreto, su objetivo es garantizar que las ganancias no realizadas resultantes de la revalorización de activos y pasivos no se consideren ingresos y, por tanto, no constituyan un beneficio distribuable. Por el contrario, las pérdidas no realizadas por revaluación al final del ejercicio figuran en la cuenta de pérdidas y ganancias.

En el 2005, los ingresos netos por intereses se incrementaron debido, principalmente, al aumento de los tipos de interés del dólar estadounidense, tras los niveles históricamente reducidos registrados en el 2004 tanto dentro como fuera de la zona del euro. El resultado neto incluye los 868 millones de euros genera-

dos por la cuota de los billetes en circulación que le corresponde al BCE.

Los gastos administrativos del BCE, incluida la amortización, disminuyeron en un 7%, desde 374 millones de euros en el 2004 hasta 348 millones de euros en el 2005. La disminución de los gastos de personal se debió, principalmente, a una modificación del tratamiento contable aplicado al reconocimiento de las pérdidas/ganancias actuariales netas relativas al plan de jubilación del BCE y a otras prestaciones posteriores a la etapa de empleo. Las cargas de jubilación correspondientes al 2004 fueron notablemente más elevadas debido al reconocimiento del importe total, de 23,7 millones de euros, de las pérdidas actuariales netas en el año en que se produjeron. A partir del 2005, las pérdidas y ganancias actuariales netas que excedan el límite establecido deberán amortizarse durante la vida media laboral restante esperada de los trabajadores partícipes.

La disminución de los gastos de personal se vio, sin embargo, parcialmente compensada por el efecto del incremento del número de empleados en el total de los salarios.

También se produjo un descenso de otros gastos de administración, debido sobre todo a la reducción de honorarios profesionales y de consultoría.

En el 2005, los emolumentos del Comité Ejecutivo ascendieron a un total de 2,1 millones de euros (2,1 millones de euros en el 2004).

5 INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN del Eurosisistema, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del SEBC y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

La cartera de recursos propios del BCE refleja la inversión del capital desembolsado, del fondo general de reserva y de los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar un fondo de reserva al BCE para hacer frente a posibles pérdidas.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2.

6 GOBIERNO DEL BCE

La información relacionada con el gobierno del BCE puede consultarse en el capítulo 7.

7 EMPLEADOS

La cifra media de empleados del BCE aumentó de 1.261 en el 2004 a 1.331 en el 2005. Se puede encontrar información más detallada al respecto en las «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias» y en la sección 2 del capítulo 7, donde se describe asimismo la estrategia de recursos humanos del BCE.

BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2005

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2005 €	2004 €
Oro y derechos en oro	1	10.064.527.857	7.928.308.842
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI		170.162.349	163.794.845
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		31.062.557.242	26.938.993.980
		31.232.719.591	27.102.788.825
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	2.908.815.389	2.552.016.565
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		13.416.711	87.660.507
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	25.000	25.000
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		45.216.783.810	40.100.852.165
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		5.147.038.409	3.410.918.324
		50.363.822.219	43.511.770.489
Otros activos	6		
Inmovilizado material		175.237.902	187.318.304
Otros activos financieros		6.888.490.580	6.308.075.905
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		1.091.945.157	770.894.480
Diversos		4.397.807	6.933.022
		8.160.071.446	7.273.221.711
Pérdida del ejercicio		0	1.636.028.702
Total activo		102.743.398.213	90.091.820.641

PASIVO	NOTA NÚMERO	2005 €	2004 €
Billetes en circulación	7	45.216.783.810	40.100.852.165
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8	1.050.000.000	1.050.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9	649.304.896	137.462.706
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	10	0	4.967.080
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos		855.933.000	1.254.905.957
Cuentas intra-Eurosistema	11		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera		39.782.265.622	39.782.265.622
Otros pasivos	12		
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		1.331.685.870	1.136.708.542
Diversos		632.012.224	265.799.279
		1.963.698.094	1.402.507.821
Provisiones	13	1.027.507.143	52.396.126
Cuentas de revalorización	14	8.108.628.098	1.921.117.190
Capital y reservas	15		
Capital		4.089.277.550	4.089.277.550
Reservas		0	296.068.424
		4.089.277.550	4.385.345.974
Total pasivo		102.743.398.213	90.091.820.641

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO 2005

	NOTA NÚMERO	2005 €	2004 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		889.408.789	422.418.698
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		868.451.848	733.134.472
Otros ingresos por intereses		1.794.267.421	1.456.650.188
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>3.552.128.058</i>	<i>2.612.203.358</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(710.160.404)	(693.060.433)
Otros gastos por intereses		(1.572.338.709)	(1.229.369.015)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(2.282.499.113)</i>	<i>(1.922.429.448)</i>
Ingresos netos por intereses	18	1.269.628.945	689.773.910
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	19	149.369.135	136.045.810
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	20	(97.494.081)	(2.093.285.109)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		(992.043.443)	0
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		(940.168.389)	(1.957.239.299)
Gastos netos por honorarios y comisiones	21	(182.373)	(261.517)
Otros ingresos	22	18.281.961	5.956.577
Total ingresos netos		347.560.144	(1.261.770.329)
Gastos de personal	23	(153.048.314)	(161.192.939)
Gastos de administración	24	(158.457.219)	(176.287.651)
Amortización del inmovilizado material		(31.888.637)	(33.655.824)
Gastos de producción de billetes	25	(4.165.974)	(3.121.959)
Beneficio/(pérdida) del ejercicio		0	(1.636.028.702)

Fráncfort del Meno, 7 de marzo de 2006

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet
Presidente

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del Banco Central Europeo (BCE) se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación², y que el Consejo de Gobierno considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables, del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera de balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidan.

ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha de cada operación. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera de balance se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y no se hace distinción entre

las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 30 de diciembre de 2005.

VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2005, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2005. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición.

RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan o en el que se incurren. Las ganancias y las pérdidas realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de pérdidas y ganancias si exceden a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otra moneda, valor u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado y al tipo de cambio de fin de año.

1 La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002 (BCE/2002/11), DO L 58 de 3.3.2003, p. 38-59, según texto modificado.

2 Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura determinada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

Mediante las adquisiciones temporales se compran valores al contado y con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura determinada. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores sólo se registran en el balance cuando la garantía es proporcionada al BCE en forma de efectivo hasta el vencimiento de la operación. En el 2005, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo durante la vigencia de tales operaciones.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swap* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de

cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las posiciones de futuros sobre tipos de interés vivas se registran en cuentas fuera de balance. Las modificaciones diarias del margen de fluctuación quedan registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET, que es un sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC de los BCN de la zona del euro frente al BCE, a excepción del capital del BCE y del pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación

de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank y Bank of England) con el BCE se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos no se amortizan. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando a lo largo de la vida útil esperada del activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	cuatro años
Equipamiento, mobiliario e instalaciones	diez años
Edificios y gastos de renovación activados	veinticinco años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

El período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE, se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados. El BCE ha modificado su política contable con efectos a partir del 1 de enero de 2005. Los efectos sobre los estados financieros se describen brevemente a continuación.

Balance

El pasivo que se refleja en el balance respecto a los planes de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance, menos el valor razonable de los activos afectos

al Plan destinados a financiar la obligación, ajustados por las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas.

Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas se determina descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando los tipos de interés de bonos empresariales de alta calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo del pasivo por pensiones correspondiente.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia, cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente, y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

Hasta el 2005, el BCE ha informado separadamente sobre las obligaciones de las prestaciones definidas y sobre el valor razonable de los activos afectos al plan (presentación bruta). Asimismo, las pérdidas y ganancias actuariales se reflejaban en la Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio en que se hayan producido. En consecuencia, las cifras correspondientes al 2004 se han reclasificado a fin de armonizarlas con la nueva normativa contable. Dado que todas las pérdidas y ganancias actuariales se reflejaron íntegramente en el ejercicio en el que se produjeron, no ha sido necesario realizar ajustes a este respecto en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio anterior.

Cuenta de pérdidas y ganancias

El importe neto registrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- el interés al tipo de descuento de la obligación por prestaciones definidas;
- el rendimiento esperado de los activos afectos al Plan; y

- d) cualquier pérdida o ganancia actuarial reflejada en la Cuenta de pérdidas y ganancias utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%».

Sistema de «banda de fluctuación del 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese plan.

Pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y otras obligaciones de jubilación

Existen planes de pensiones para los miembros del Comité Ejecutivo no financiados a través de un fondo y provisiones para la cobertura de prestaciones por incapacidad de los empleados. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita anteriormente.

Estas obligaciones se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los doce BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros³. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁴.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de

billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁵, se presentan en la subpartida «Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida «Ingresos netos por intereses». El Consejo de Gobierno decidió en el 2002 que estos ingresos se distribuyeran por separado a los BCN de forma provisional al final de cada trimestre⁶. Se distribuyen en su totalidad a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgo de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, o reducir estos ingresos en razón de los gastos soportados por el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

OTRAS CUESTIONES

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

3 Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (BCE/2001/15), DO L 337 de 20.12.2001, p. 52-54, según el texto modificado.

4 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

5 Decisión del BCE de 6 de diciembre de 2001 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002 (BCE/2001/16), DO L 337 de 20.12.2001, p. 55-61, según texto modificado.

6 Decisión del BCE de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación (BCE/2002/9), DO L 323, de 28.11.2002, p. 49-50. Esta Decisión ha sido derogada por la Decisión BCE/2005/11, DO L 311, de 26.11.2005, p.41, en vigor desde el 18 de noviembre de 2005. A partir de 2006, esta distribución tendrá lugar únicamente a fin de cada ejercicio.

De acuerdo con el Artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero del 2007.

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias del BCE ascendían a 23,1 millones de onzas de oro fino a 31 de diciembre de 2005, frente a 24,7 millones de onzas en el 2004. Esta reducción se ha debido a ventas de oro efectuadas conforme al «Central Bank Gold Agreement» de 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE. El incremento del valor total del activo con respecto al 2004 es consecuencia del significativo aumento del precio del oro en el 2005 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Activos frente al FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2005. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. El DEG se define en términos de una cesta de divisas, y su valor es determinado como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro

Estos activos incluyen los depósitos en bancos y los préstamos denominados en moneda extranjera, así como las inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes, según el siguiente detalle:

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2005 €	2004 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	5.149.756.962	2.682.171.017	2.467.585.945
Depósitos	1.182.580.317	848.227.002	334.353.315
Adquisiciones temporales	1.306.216.228	2.408.046.989	(1.101.830.761)
Inversiones en valores	23.424.003.735	21.000.548.972	2.423.454.763
Total	31.062.557.242	26.938.993.980	4.123.563.262

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2005 €	2004 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	25.019	26.506	(1.487)
Depósitos	2.908.790.370	2.547.022.979	361.767.391
Adquisiciones temporales	0	4.967.080	(4.967.080)
Total	2.908.815.389	2.552.016.565	356.798.824

El aumento que se ha producido en estas posiciones durante el 2005 se debe, fundamentalmente, a la revaluación a final de año de los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2005, este activo estaba formado por depósitos bancarios frente a no residentes en la zona del euro.

4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2005, este activo estaba formado por un depósito bancario frente a un residente en la zona del euro.

5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Esta rúbrica se compone de los saldos TARGET de los BCN de la zona del euro frente al BCE y de los importes debidos relativos a la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes. A 31 de diciembre de 2005, los BCN de la zona del euro adeudaban 634 millones de euros (536 millones de euros en el 2004) en relación con las distribuciones provisionales de los ingresos del BCE procedentes de los billetes. Se trata de las distribuciones provisionales de tales ingresos a los BCN de la zona del euro correspondientes a los tres primeros trimestres del año, que fueron posteriormente revocadas (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 18, «Ingresos netos por intereses»).

	2005 €	2004 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	75.906.443.905	64.024.554.579
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET	(71.393.877.603)	(61.149.859.140)
Posición neta de TARGET	4.512.566.302	2.874.695.439
Debido por/(a) los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	634.472.107	536.222.885
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	5.147.038.409	3.410.918.324

6 OTROS ACTIVOS

Inmovilizado material

Estos activos, a 31 de diciembre de 2005, incluyen principalmente los siguientes elementos:

	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2005 €	Valor neto contabilizado a 31 de diciembre de 2004 €	Diferencia €
Terrenos y construcciones	128.986.932	135.997.016	(7.010.084)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	30.751.165	43.089.388	(12.338.223)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	2.929.688	3.809.292	(879.604)
Inmovilizado en curso	11.576.491	3.215.050	8.361.441
Otros activos fijos	993.626	1.207.558	(213.932)
Total	175.237.902	187.318.304	(12.080.402)

La disminución de esta partida se debe principalmente a la ausencia de nuevas dotaciones importantes de las partidas «Terrenos y construcciones» y «Equipamiento y aplicaciones informáticas» en el 2005, frente a las registradas en el 2004.

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con la nueva sede del BCE. Las transferencias desde dicha partida a las rúbricas de activos fijos correspondientes se efectúan una vez dichos activos han sido puestos en funcionamiento.

Otros activos financieros

Los principales componentes de esta rúbrica del balance son:

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Valores emitidos en euros	5.710.256.343	5.399.222.333	311.034.010
Adquisiciones temporales en euros	1.136.043.600	869.977.933	266.065.667
Otros activos financieros	42.190.637	38.875.639	3.314.998
Total	6.888.490.580	6.308.075.905	580.414.675

- a) Los valores emitidos en euros y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los fondos propios del BCE (véase también la nota 12, «Otros pasivos»).
- b) A finales del 2004, las carteras de inversión relacionadas con el fondo de pensiones del BCE, que ascendían a 120,2 millones de euros, fueron adscritas a esta partida. Ahora, han sido reclasificadas como parte del pasivo neto del plan de pensiones, bajo la rúbrica «Otros pasivos» (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el apartado sobre normativa contable).
- c) En el 2005, el BCE adquirió 211 acciones adicionales del Banco de Pagos Internacionales (BPI), lo cual eleva las tenencias totales del BCE a 3.211 acciones, contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

En el 2005, esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema del último trimestre (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Se incluyen también en esta partida los intereses devengados por valores y otros activos financieros.

Diversos

Esta partida incluye un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

7 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

8 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET.

9 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estos pasivos incluyen principalmente los saldos mantenidos en el BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

10 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON RESIDENTES Y NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con residentes y no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión

de las reservas de divisas del BCE son los siguientes:

<i>Pasivos con residentes en la zona del euro</i>	2005 €	2004 €	Diferencia €
Cesiones temporales	0	4.967.080	(4.967.080)

<i>Pasivos con no residentes en la zona del euro</i>	2005 €	2004 €	Diferencia €
Cesiones temporales	855.933.000	1.254.905.957	(398.972.957)

11 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro, que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. En el 2004, dichas partidas experimentaron dos ajustes destinados a reflejar: a) el ajuste quinquenal de la ponderación en la clave de capital del BCE realizado el 1 de enero de 2004, y b) la adhesión de diez nuevos Estados miembros el 1 de mayo de 2004, que alteró también la ponderación de la clave de capital del BCE. El efecto combinado de ambos fue la reducción de las partidas de 40,5 mm de euros a 39,8 mm de euros. No se realizaron ajustes adicionales en el 2005.

Estos pasivos se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 18 de «Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias»).

	Clave de capital %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Total	71,4908	39.782.265.622

12 OTROS PASIVOS

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»). También se incluyen: a) otras periodificaciones y operaciones de cesión vivas por un importe de 556 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6, «Otros activos»), y b) el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones.

Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las obligaciones de pensiones del BCE (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en las notas sobre normativa contable/políticas contables) son las siguientes:

	2005 en millones de euros	2004 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	223,5	178,5
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(161,2)	(120,2)
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	6,5	0
Pasivo reconocido en el balance	68,8	58,3

El valor actual de estas obligaciones incluye obligaciones no financiadas a través de fondos relacionadas con las pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y con las provisiones para incapacidad de los empleados de 30,4 millón (23 millones de euros en el 2004).

Las cantidades reflejadas en la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio del 2005 y las que se hubieran reflejado en el 2004 respecto de «Coste actual del servicio», «Interés sobre las obligaciones» y «Rendimiento esperado de los activos afectos al Plan» son las siguientes:

	2005 en millones de euros	2004 en millones de euros
Coste actual del servicio	24,6	17,6
Interés sobre las obligaciones	6,2	4,8
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(5,2)	(4,2)
(Ganancias)/pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	0	23,7
Total incluido en los «gastos de personal»	25,6	41,9

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2005 en millones de euros	2004 en millones de euros
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	178,5	123,4
Coste de los servicios	24,6	17,6
Coste por intereses	6,2	4,8
Aportaciones de los participantes en el Plan	9,3	8,4
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	6,1	1,8
Beneficios pagados	(2,2)	(1,0)
(Ganancias)/pérdidas actuariales	1,0	23,5
Obligaciones por prestación definida: situación final	223,5	178,5

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al plan son las siguientes:

	2005 en millones de euros	2004 en millones de euros
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	120,2	91,8
Rendimiento previsto	5,2	4,2
Pérdidas/(ganancias) actuariales	7,5	(0,2)
Aportaciones del empleador	14,7	14,6
Aportaciones de los participantes en el plan	9,3	8,4
Beneficios pagados	(1,8)	(0,4)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el plan	6,1	1,8
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	161,2	120,2

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos.

Se señalan a continuación los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones del personal. El tipo de rendimiento esperado para los activos afectos al plan se utiliza para calcular el cargo anual a la Cuenta de pérdidas y ganancias.

	2005 %	2004 %
Tipo de descuento	4,10	4,50
Rendimiento previsto de los activos afectos al plan	6,00	6,00
Incrementos salariales futuros	2,00	3,75
Incrementos de la pensión futuros	2,00	2,25

13 PROVISIONES

Teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, y el volumen actual de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la constitución de una provisión frente a dichos riesgos. A 31 de diciembre de 2005, se dotó esta provisión por un importe de 922 millones de euros, lo que redujo el beneficio neto a cero.

Esta provisión será utilizada para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no realizadas no cubiertas con cuentas de revalorización. El volumen y la necesidad de continuar con esta provisión se revisarán con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su futura exposición a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta evaluación se basa en métodos de estimación del riesgo financiero generalmente aceptados.

Esta partida incluye asimismo la provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales, para devolverlas a su estado original, cuando el BCE se traslade a su sede definitiva y otras provisiones.

14 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos.

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Oro	4.362.459.301	1.853.957.106	2.508.502.195
Divisas	3.737.934.137	0	3.737.934.137
Valores	8.234.660	67.160.084	(58.925.424)
Total	8.108.628.098	1.921.117.190	6.187.510.908

Los tipos de cambio aplicados a la revaluación a final de año fueron:

Tipos de cambio	2005	2004
Dólares estadounidenses por euro	1,1797	1,3621
Yenes japoneses por euro	138,90	139,65
Euros por DEG	1,2099	1,1396
Euros por onza de oro fino	434,856	321,562

15 CAPITAL Y RESERVAS

Capital

El capital suscrito del BCE asciende a 5,565 mm de euros. El capital desembolsado asciende a 4,089 mm de euros. Los BCN pertenecientes a la zona del euro han desembolsado la totalidad de su participación en el capital, que se cifra en 3,978 mm de euros (no se han producido cambios en el 2005) y se desglosa como sigue⁷:

	Clave de capital %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Total	71,4908	3.978.226.562

⁷ Cada cantidad se redondea a la unidad de euro más próxima. Debido al redondeo, los totales de esta sección pueden no coincidir.

Los trece bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un porcentaje mínimo del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. En el 2004, este desembolso mínimo aumentó del 5% al 7%. Incluidas las aportaciones de los diez nuevos BCN no pertenecientes a la zona del euro, los desembolsos por este concepto ascendieron a 111.050.988 euros al fin del ejercicio 2004. No se produjeron cambios durante el 2005. A diferencia de los BCN pertenecientes a la zona del euro, los BCN no pertenecientes a la zona no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro han desembolsado los siguientes importes:

	Clave de capital %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Total	28,5092	111.050.988

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

16 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2005, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 0,9 mm de euros, frente a 1 mm de euros en el 2004 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

17 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

En el 2005, se utilizaron futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera en la gestión de las reservas exteriores del BCE. A 31 de diciembre de 2005, estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Valor contractual €
Compras	5.021.586.677
Ventas	100.873.103

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

18 INGRESOS NETOS POR INTERESES

Ingresos por intereses procedentes de los activos de reserva en moneda extranjera

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, de la siguiente forma:

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Intereses de cuentas corrientes	7.519.063	3.744.188	3.774.875
Ingresos de los depósitos	124.214.410	49.854.512	74.359.898
Adquisiciones temporales	153.568.329	63.759.141	89.809.188
Ingresos netos de valores	641.956.243	317.073.827	324.882.416
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	927.258.045	434.431.668	492.826.377
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(221.697)	(32.020)	(189.677)
Cesiones temporales	(37.562.595)	(11.947.990)	(25.614.605)
Otros gastos por intereses (neto)	(64.964)	(32.960)	(32.004)
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	889.408.789	422.418.698	466.990.091

Los ingresos por intereses se incrementaron de forma significativa durante el 2005 debido al aumento de los tipos de interés de los activos denominados en dólares estadounidenses.

Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros. Los intereses sobre estos activos del BCE relativos a su

cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable.

Sobre la base de la estimación del resultado financiero del BCE para el ejercicio 2005, el Consejo de Gobierno decidió en diciembre del 2005:

- revocar las tres distribuciones provisionales trimestrales ya abonadas a los BCN a lo largo del ejercicio por un importe total de 634 millones de euros;
- retener la distribución de 234 millones de euros correspondiente al último trimestre.

Remuneración de los activos de contrapartida de las reservas transferidas por los BCN

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, figura en este apartado.

Otros ingresos por intereses y Otros gastos por intereses

Estas rúbricas comprenden ingresos por valor de 1,6 mm de millones de euros (1,2 mm de euros en el 2004) y gastos por valor de 1,5 mm de euros (1,1 mm de euros en el 2004) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET. Asimismo, se consignan en estas partidas ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros.

19 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras en el 2005 fueron las siguientes:

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Ganancias netas realizadas por precio de los valores	14.854.774	94.643.135	(79.788.361)
(Pérdidas)/ ganancias netas realizadas por precio del oro y tipo de cambio	134.514.361	41.402.675	93.111.686
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	149.369.135	136.045.810	13.323.325

20 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(97.487.772)	(28.485.006)	(69.002.766)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(6.309)	(2.064.800.103)	2.064.793.794
Total	(97.494.081)	(2.093.285.109)	1.995.791.028

Este gasto es debido casi enteramente a las minusvalías experimentadas por las tenencias del BCE de dólares estadounidenses, equivalentes a la diferencia entre el coste medio de adquisición y su precio a 31 de diciembre de 2005.

21 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2005 €	2004 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	473.432	297.964	175.468
Gastos por honorarios y comisiones	(655.805)	(559.481)	(96.324)
Gastos netos por honorarios y comisiones	(182.373)	(261.517)	79.144

Los ingresos de este apartado proceden, principalmente, de las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben, fundamentalmente, a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera (véase la nota 17, «Futuros sobre tipos de interés»).

22 OTROS INGRESOS

Otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio proceden principalmente de la transferencia a la cuenta de pérdidas y ganancias de provisiones administrativas no utilizadas. En particular, a raíz de las modificaciones realizadas en los contratos de arrendamiento del BCE, esta partida se incrementó debido a la reevaluación y a la consiguiente disminución de la provisión destinada a cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales para devolverlas a su estado original cuando sean abandonadas.

23 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales y primas de seguros para los empleados por importe de 126,9 millones de euros (120 millones en el 2004). Los emolumentos del Comité Ejecutivo ascendieron a un total de 2,1 millones de euros (2,1 millones de euros en el 2004). En el 2005, los pagos transitorios a los miembros del Comité Ejecutivo que cesaron en su cargo y las pensiones abonadas a los antiguos miembros del mismo o a sus beneficiarios ascendieron a un total de 0,4 millones de euros (0,5 millones de euros en el 2004).

La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de las Comunidades Europeas, y es comparable con este último.

En esta partida se incluye asimismo el importe de 25,6 millones de euros (41,9 millones de euros en el 2004) correspondiente al plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 12, «Otros pasivos»).

La reducción de la partida «Gastos de personal» se debe, principalmente, a una modificación del tratamiento contable aplicado al reconocimiento de las pérdidas/ganancias actuariales netas relativas al plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo. Las cargas de jubilación correspondientes al 2004 fueron notablemente más elevadas debido al reconocimiento del importe total (23,7 millones de euros), de las pérdidas actuariales netas en el año en que se produjeron. En el 2005, dado que se aplica el sistema de la banda del 10%, las pérdidas y ganancias actuariales no se reconocieron en la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase nota 12 «Otros pasivos»).

A finales del 2005, el BCE tenía 1.351 empleados, de los cuales 131 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2005 fue como sigue:

	2005	2004
A 1 de enero	1.309	1.213
Nuevos empleados	82	137
Bajas	40	41
A 31 de diciembre	1.351	1.309
Cifra media de empleados	1.331	1.261

24 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

25 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Estos gastos se deben a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN para hacer frente a las fluctuaciones inesperadas de la demanda de billetes. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE del ejercicio 2005

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN

En el 2004, con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, se retuvo la cantidad de 733 millones de euros, generados por la cuota de los billetes en circulación que le corresponde al BCE, para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. En el 2005 se retuvieron, análogamente, 868 millones de euros. Estas cantidades representaron el total de los ingresos procedentes de la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación en los respectivos años.

DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/COBERTURA DE PÉRDIDAS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y
- b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5¹.

En el año 2005 la constitución de una provisión para cubrir los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y la variación del precio del oro, por un importe de 992 millones de euros, redujo el beneficio neto a cero. En consecuencia, no se realizaron transferencias al fondo general de reserva ni se distribuyeron beneficios a los accionistas del BCE. Tampoco fue necesario compensar pérdidas.

Por tanto, el tratamiento de los beneficios/pérdidas netos producidos en el 2004 y en el 2005 puede resumirse como sigue:

	2005 €	2004 €
Beneficio/(pérdida) neto del ejercicio	0	(1.636.028.702)
Aplicación del fondo de reserva general	0	296.068.424
Compensación con ingresos monetarios de los BCN puestos en común	0	1.339.960.278
Total	0	0

¹ El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Este documento, facilitado por el BCE, es una traducción no oficial
del informe de auditoría del BCE.
En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua inglesa firmada por KPMG.**

Informe del auditor externo

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo
Fráncfort del Meno

Hemos auditado el balance adjunto del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2005, así como la Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2005 y las notas a las cuentas anuales. El Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo es responsable de la preparación de estas cuentas anuales. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las mismas basada en nuestra auditoría.

Hemos realizado la auditoría de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas hemos de planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales. Una auditoría incluye el examen, basado en un muestreo representativo, de los datos relativos a los importes y a la información contenidos en las cuentas, así como una valoración de los principios contables utilizados y de las estimaciones relevantes realizadas por la dirección, además de una evaluación de la presentación general de las cuentas anuales. Consideramos que la auditoría que hemos llevado a cabo constituye un fundamento sólido para emitir nuestra opinión.

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2005 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2005, de acuerdo con las normas contables establecidas en la primera parte de las notas.

Fráncfort del Meno, 7 de marzo de 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2005

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2005	31 DE DICIEMBRE DE 2004
1 Oro y derechos en oro	163.881	125.730
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	154.140	153.856
2.1 Activos frente al FMI	16.391	23.948
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	137.749	129.908
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.693	16.974
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9.185	6.849
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	9.185	6.849
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	405.966	345.112
5.1 Operaciones principales de financiación	315.000	270.000
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	90.017	75.000
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	949	109
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	3
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.636	3.763
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	92.367	70.244
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.113	41.317
9 Otros activos	145.635	120.479
Total activo	1.038.616	884.324

Debido al redondeo, los totales y subtotaes pueden no cuadrar.

PASIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2005	31 DE DICIEMBRE DE 2004
1 Billetes en circulación	565.216	501.256
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	155.535	138.735
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	155.283	138.624
2.2 Facilidad de depósito	252	106
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	5
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	207	126
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	41.762	42.187
5.1 Administraciones Públicas	34.189	35.968
5.2 Otros pasivos	7.573	6.219
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	13.224	10.912
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	366	247
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.405	10.679
8.1 Depósitos y otros pasivos	8.405	10.679
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.920	5.573
10 Otros pasivos	67.325	51.791
11 Cuentas de revalorización	119.094	64.581
12 Capital y reservas	61.562	58.237
Total pasivo	1.038.616	884.324

ANEXOS

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2005 y principios del 2006 y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas pueden obtenerse ejemplares del Diario Oficial.

En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2005/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de enero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2001/3 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 30, 3.2.2005, p. 21
BCE/2005/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 3 de febrero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 111, 2.5.2005, p. 1
BCE/2005/3	Recomendación del Banco Central Europeo, de 11 de febrero de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre los auditores externos del Banco de Portugal	DO C 50, 26.2.2005, p. 6
BCE/2005/4	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de febrero de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2003/2 relativa a determinadas exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de presentación de información estadística por los bancos centrales nacionales en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias	DO L 109, 29.4.2005, p. 6
BCE/2005/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de febrero de 2005, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de intercambio de información estadística en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en materia de estadísticas de las finanzas públicas	DO L 109, 29.4.2005, p. 81
BCE/2005/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 11 de marzo de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/1 sobre la gestión de activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en activos exteriores de reserva del BCE	DO L 109, 29.4.2005, p. 107
BCE/2005/7	Recomendación del Banco Central Europeo, de 7 de abril de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Bank of Greece	DO C 91, 15.4.2005, p. 4

Número	Título	Publicación
BCE/2005/8	Recomendación del Banco Central Europeo, de 7 de abril de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	DO C 91, 15.4.2005, p. 5
BCE/2005/9	Recomendación del Banco Central Europeo, de 20 de mayo de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del De Nederlandsche Bank	DO C 151, 22.6.2005, p. 29
BCE/2005/10	Recomendación del Banco Central Europeo, de 26 de octubre de 2005, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	DO C 277, 10.11.2005, p. 30
BCE/2005/11	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación	DO L 311, 26.11.2005, p. 41
BCE/2005/12	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de noviembre de 2005, por la que se modifica la Decisión BCE/2002/11 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 311, 26.11.2005, p. 43
BCE/2005/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de noviembre de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2002/7 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales	DO L 30, 2.2.2006, p. 1
BCE/2005/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 9 de diciembre de 2005, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2006	DO L 333, 20.12.2005, p. 55
BCE/2005/15	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/1 sobre la gestión de activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo	DO L 345, 28.12.2005, p. 33
BCE/2005/16	Orientación del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre de 2005, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET)	DO L 18, 23.1.2006, p. 1
BCE/2005/17	Orientación del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre de 2005, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 17, 2.2.2006, p. 26

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2005 y principios del 2006 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, la letra b del apartado 2 del

artículo 112 del Tratado y el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

(a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros¹

Número ²	Origen	Materia
CON/2005/1	Italia	Extensión de líneas de crédito por la Banca d'Italia al Líbano
CON/2005/3	Hungría	Procesamiento y distribución de efectivo
CON/2005/5	Malta	Exigencias de información estadística del Central Bank of Malta para entidades de crédito
CON/2005/8	Lituania	Exigencia de reservas mínimas a las cooperativas de crédito (<i>kredito unija</i>)
CON/2005/9	Bélgica	Normativa relativa a la supervisión prudencial de las entidades liquidadoras de valores y otras entidades asimiladas
CON/2005/10	Hungría	Exigencias de información estadística del Magyar Nemzeti Bank por lo que respecta a los códigos de operaciones para pagos
CON/2005/12	Luxemburgo	Acuerdos de garantía financiera
CON/2005/13	Chipre	Presentación de balances mensuales por las instituciones financieras monetarias
CON/2005/14	Hungría	Exigencia de reservas mínimas
CON/2005/15	Dinamarca	Prorrato de los gastos de explotación de una red de tarjetas de débito entre bancos consumidores y minoristas
CON/2005/19	Hungría	Funciones técnicas y de otra índole relacionadas con la protección de la moneda de curso legal frente a la falsificación
CON/2005/20	Letonia	Reforma del estatuto del Latvijas Banka
CON/2005/21	Lituania	Marco jurídico para la adopción del euro

¹ En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publiquen, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

² Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

Número ²	Origen	Materia
CON/2005/23	Austria	Presentación de información sobre servicios transfronterizos para las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional
CON/2005/24	República Checa	Reorganización de la supervisión del mercado financiero y la vigilancia de los sistemas de pago y liquidación de valores
CON/2005/25	Eslovaquia	Regulación de las actuaciones de los grupos de presión, incluidas las realizadas en relación con el Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Eslovaquia	Funciones del Národná banka Slovenska en relación con la supervisión integrada de todo el mercado financiero y la reforma de su estatuto
CON/2005/27	Países Bajos	Cooperación entre el De Nederlandsche Bank y el Centraal Bureau voor de Statistiek en lo relativo a las exigencias de información estadística del BCE
CON/2005/28	Chipre	Modificación de la ley de aplicación de la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores («Directiva sobre la firmeza de la liquidación»)
CON/2005/29	Austria	Financiación por el Oesterreichische Nationalbank de una aportación de Austria al fondo fiduciario del FMI para países de bajos ingresos afectados por desastres naturales
CON/2005/30	España	Régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España
CON/2005/31	Bélgica	Introducción de un sistema de presentación de información directa para las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional
CON/2005/32	Lituania	Exigencias de información estadística del Lietuvos bankas sobre instrumentos de pago
CON/2005/34	Italia	Cambios en la estructura y la gestión institucional de la Banca d'Italia requeridos en virtud de la ley de protección del ahorro
CON/2005/35	Chipre	Modificación del sistema de reservas mínimas del Banco Central de Chipre

Número ²	Origen	Materia
CON/2005/36	República Checa	Modernización del régimen de la insolvencia mediante la introducción de nuevos medios de resolverla y el fortalecimiento de los derechos de los acreedores
CON/2005/37	Alemania	Modificación de las exigencias de información de los pagos transfronterizos
CON/2005/38	Lituania	Derecho del Lietuvos bankas a emitir billetes y monedas cuando se adopte el euro e independencia personal del gobernador
CON/2005/39	República Checa	Propuesta revisada de integración global de la supervisión de los mercados financieros con el Česká národní banka como única autoridad supervisora
CON/2005/40	Francia	Aplicación de las normas de transmisión de la propiedad de los instrumentos financieros
CON/2005/41	Italia	Vigilancia de los sistemas de pagos al por menor
CON/2005/42	Hungría	Requisitos materiales, técnicos, de seguridad y de continuidad operacional de las operaciones de compensación
CON/2005/43	Bélgica	Supresión de los títulos al portador y actualización del régimen jurídico de los títulos de renta fija privada
CON/2005/44	Polonia	Modificación del régimen jurídico cambiario
CON/2005/45	República Checa	Obligaciones de información estadística de ciertas instituciones financieras, incluidas las empresas de seguro y los fondos de pensiones
CON/2005/46	República Checa	Intercambio de datos estadísticos determinados entre el Česká národní banka y la Český statistický úřad (oficina estadística) con fines estadísticos
CON/2005/47	Eslovaquia	Exclusión del Národná banka Slovenska del régimen de responsabilidad penal de las personas jurídicas
CON/2005/48	Suecia	Remuneración por el Sveriges Riksbank de los gastos por intereses a las empresas que separan y almacenan efectivo
CON/2005/49	República Checa	Obligaciones de información estadística de los bancos y de las sucursales de bancos extranjeros

Número ²	Origen	Materia
CON/2005/50	Eslovaquia	Reducción de las contribuciones anuales de los bancos comerciales al Fondo de Garantía de Depósitos y prohibición de la financiación monetaria
CON/2005/52	Hungría	Ámbito de la información que se ha de proporcionar al sistema de información del banco central y método y plazos para la presentación de datos
CON/2005/54	Suecia	Modificación del estatuto del Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Eslovaquia	Modificación del régimen del Tesoro Público
CON/2005/57	Eslovenia	Redenominación del capital de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada e introducción de las acciones sin valor nominal, que se derivan de la introducción del euro
CON/2005/58	Italia	Propuesta revisada sobre ciertos cambios en la estructura y la gestión institucional de la Banca d'Italia requeridos en virtud de la ley de protección del ahorro
CON/2005/59	Estonia	Reforma del estatuto del Eesti Pank como preparación para la adopción del euro
CON/2005/60	Lituania	Reforma del estatuto del Lietuvos bankas como preparación para la adopción del euro
CON/2005/61	Eslovaquia	Normas de contabilidad y elaboración de informes financieros que ha de aplicar el Národná banka Slovenska

(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas³

Número ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2005/2	Consejo	Prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo	DO C 40, 17.2.2005, p. 9
CON/2005/4	Consejo	Marco de adecuación del capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión	DO C 52, 2.3.2005, p.37
CON/2005/6	Consejo	Nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 75, 24.3.2005, p. 14
CON/2005/7	Consejo	Convenio de La Haya sobre valores depositados en un intermediario	DO C 81, 2.4.2005, p.10
CON/2005/11	Consejo	Calidad de los datos estadísticos en el contexto del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo	DO C 116, 18.5.2005, p. 11
CON/2005/16	Consejo	Estadísticas comunitarias sobre la estructura y la actividad de las filiales extranjeras	DO C 144, 14.6.2005, p. 14
CON/2005/17	Consejo	Aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo conforme a los cambios introducidos en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	DO C 144, 14.6.2005, p. 16
CON/2005/18	Consejo	Reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y supervisión y coordinación de las políticas económicas conforme a los cambios introducidos en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	DO C 144, 14.6.2005, p. 17
CON/2005/22	Consejo	Prórroga del programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la protección de moneda (programa «Pericles»)	DO C 161, 1.7.2005, p. 11

³ Publicadas también en la dirección del BCE en Internet.

⁴ Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

Número ⁴	Origen	Materia	Publicación
CON/2005/33	Comisión	Períodos de referencia comunes del índice para el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	DO C 254, 14.10 .2005, p. 4
CON/2005/51	Consejo	Régimen de introducción del euro en los Estados miembros que aún no lo han adoptado	DO C 316, 13.12.2005, p. 25
CON/2005/53	Consejo	Extensión de los plazos de transposición y aplicación de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros	DO C 323, 9.12.2005, p. 31
CON/2005/56	Consejo	Información sobre los ordenantes que acompaña a las transferencias de fondos	DO C 336, 31.12.2005, p. 109

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se toman en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de

crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se toman en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 pueden consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE EL 2005

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2005 y febrero del 2006. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.

«Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

«Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.

«Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.

«Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

«Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.

«Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.

«Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

«La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.

«Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.

«Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.

«El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.

«La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.

«Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

«La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.

«El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.

«Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

«Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.

«Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.

«El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.

«Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.

«Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.

- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, diciembre 2005.
- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 559 «When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?», por B. Mojon, diciembre 2005.
- 560 «The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies», por A. Mehl y J. Reynaud, diciembre 2005.
- 561 «Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data», por H. Stahl, diciembre 2005.
- 562 «The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data», por F. Martins, diciembre 2005.
- 563 «Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence», por L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen y J. Vilmunen, diciembre 2005.
- 564 «Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb», por M. Diron y B. Mojon, diciembre 2005.
- 565 «The timing of central bank communication», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, diciembre 2005.
- 566 «Real versus financial frictions to capital investment», por N. Bayraktar, P. Sakellaris y P. Vermeulen, diciembre 2005.
- 567 «Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation», por M. Sánchez, diciembre 2005.
- 568 «Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis», por S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran and L. V. Smith, diciembre 2005.
- 569 «Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions», por F. González y S. Launonen, diciembre 2005.
- 570 «Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis», por L. Rinaldi y A. Sanchis-Arellano, enero 2006.
- 571 «Are emerging market currency crises predictable? A test», por T. A. Peltonen, enero 2006.
- 572 «Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data», por M. Kuismanen y L. Pistaferri, enero 2006.
- 573 «Credit chains and the propagation of financial distress», por F. Boissay, enero 2006.
- 574 «Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union», por F. Busetti, L. Forni, A. Harvey y F. Venditti, enero 2006.
- 575 «Growth in euro area labour quality», G. Schwerdt y J. Turunen, enero 2006.
- 576 «Debt-stabilising fiscal rules», por P. Michel, L. von Thadden y J.-P. Vidal, enero 2006.
- 577 «Distortionary taxation, debt and the price level», por A. Schabert y L. von Thadden, enero 2006.
- 578 «Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, enero 2006.

- 579 «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», por J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano y M. Spolander, enero 2006.
- 580 «Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison», por C. K. Sørensen y T. Werner, enero 2006.
- 581 «Public sector efficiency: evidence for new EU Member States and emerging markets», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 2006.
- 582 «What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?», por F. O. Bilbiie, A. Meier y G. J. Müller, enero 2006.
- 583 «Back to square one: identification issues in DSGE models», por F. Canova y L. Sala, enero 2006.
- 584 «A new theory of forecasting», por S. Manganelli, enero 2006.
- 585 «Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement», por A. Lamo, J. Messina y E. Wasmer, febrero 2006.
- 586 «A method to generate structural impulse responses for measuring the effects of shocks in structural macro models», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2006.
- 587 «Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries», por U. Böwer y C. Guillemineau, febrero 2006.
- 588 «Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover», por M. Ehrmann, febrero 2006.
- 589 «Forecasting economic aggregates by disaggregates», por D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2006.
- 590 «The pecking order of cross-border investment», por C. Daude y M. Fratzscher, febrero 2006.
- 591 «Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence», por A. Banerjee y J. L. Carrion-i-Silvestre, febrero 2006.
- 592 «Non-linear dynamics in the euro area demand for M1», por A. Calza y A. Zaghini, febrero 2006.
- 593 «Robustifying learnability», por R. J. Tetlow y P. von zur Muehlen, febrero 2006.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue book»), febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.

«Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option», abril 2005.

«Euro money market study 2004», mayo 2005.

«Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.

«Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.

«TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.

«The new EU Member States: convergence and stability», mayo 2005.

«Financial Stability Review», junio 2005.

«Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.

«Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.

«Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.

«Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.

«Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.

«Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.

«Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures («Blue Book»), agosto 2005.

«Eurosistema contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.

«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales – Declaración», agosto 2005.

«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.

«Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles», agosto 2005.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.

«EU banking structures», octubre 2005.

«EU banking sector stability», octubre 2005.

«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.

«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods» («B.o.p. Book»), noviembre 2005.

«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.

«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosistema contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005.

«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU-Eurosistema contribution to the public consultation», diciembre 2005.

«Financial Stability Review», diciembre 2005.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.

«The Eurosistema, the Union and beyond», diciembre 2005.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006.

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006.

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The current TARGET system», agosto 2005.

«TARGET2 – innovation and transformation», agosto 2005.

«The euro area at a glance», agosto 2005.

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores de las IFM de la **zona del euro** (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y **cesiones temporales** de no residentes en la zona del euro, así como participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años).

Activos de garantía: activos pignorados o transferidos (v.g., por las **entidades de crédito** a los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., por las entidades de crédito a los bancos centrales) como parte de las **cesiones temporales**.

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo de las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

Administraciones Públicas: sector que, según la definición del **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, incluye las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios que no son de mercado y que se destinan al consumo individual y colectivo y/o a efectuar operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Análisis económico: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. Se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía (véase, también, **análisis monetario**).

Análisis monetario: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluido **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, **análisis económico**).

Balance consolidado del sector IFM: balance obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en el balance agregado del sector (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a los residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir,

las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo para un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como las condonaciones de deuda).

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al Tratado (apartado 2 del artículo 107). Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Cartera de referencia: en relación con las inversiones, es una cartera o índice de referencia construido en función de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La cartera de referencia sirve como base para comparar el comportamiento de la cartera mantenida.

Central Depositaria de Valores (CDV): entidad que mantiene y registra valores y permite que las operaciones con valores se procesen mediante anotaciones en cuenta. En una CDV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, en anotaciones en cuenta). Además de custodiar y registrar valores, una CDV puede realizar funciones de compensación y liquidación.

Cesión temporal: acuerdo por el que se vende un activo y el vendedor obtiene simultáneamente el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio determinado 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.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

Comité Económico y Financiero (CEF): órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del **Consejo ECOFIN**. Las tareas propias incluyen el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad, y la vigilancia presupuestaria.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE, y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro.

Consejo ECOFIN: el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo**, 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.

Coste de la financiación externa de las sociedades no financieras (real): coste en que incurren las sociedades no financieras cuando obtienen nuevos recursos externos. En el caso de las sociedades no financieras de la **zona del euro**, se calcula como una media ponderada del coste de obtener préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de los valores de renta variable, basada en los saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración) y deflactada por las expectativas de inflación.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las **Administraciones Públicas** y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y **valores distintos de acciones**).

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, cualquier parte que realiza una operación con un banco central).

Entidad de contrapartida central: entidad que, en las operaciones, se interpone entre las contrapartes, actuando de comprador frente a los vendedores y de vendedor frente a los compradores.

Entidad de crédito: (i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia; o (ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El **Consejo de Gobierno** define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, aspira a mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estrategia de Lisboa: programa detallado de reformas estructurales encaminado a transformar la UE en «la económica basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo», que se puso en marcha en el año 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que una entidad de crédito importante está dispuesta

a prestar fondos en euros a otra; se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro en la tercera fase de la Unión **Económica y Monetaria**.

Excedente bruto de explotación: el excedente (o déficit) resultante de deducir del valor de las actividades de producción los empleos en concepto de consumos intermedios, remuneración de los asalariados e impuestos menos subvenciones a la producción, y antes de considerar tanto los ingresos y pagos por rentas originadas por operaciones de préstamos y alquileres como las generadas por la propiedad de activos financieros y de activos no producidos.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Euro-sistema**. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un **período de mantenimiento**.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Gobierno corporativo: normas, procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización –como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas– y establece las normas y procedimientos para la toma de decisiones.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Ingresos monetarios: ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del **Eurosistema**, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el **Consejo de Gobierno** y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las **entidades de crédito**.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos realizados por entidades distintas de IFM, y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta

propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**.

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Su liquidación se inició el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes en la zona del euro («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y **valores distintos de acciones** (bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**), excluidos los importes registrados en las **inversiones directas** o en los activos de reserva.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se asume, en la práctica, que para la propiedad esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y la **Administración Central** (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y la **Administración Central**.

M3: agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, las **cesiones temporales**, las participaciones en fondos del **mercado monetario** y los **valores distintos de acciones** hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija a largo plazo.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**.

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., un bono o una acción) a un precio fijado de antemano (el precio de ejercicio), en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento).

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad mensual y tiene, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las **operaciones temporales** constituyen el principal instrumento de mercado abierto del Eurosistema y puede emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, **swaps de divisas** y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: operación por la cual un banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasiedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos procedentes de unidades institucionales que no son IFM, en concreto, las que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y de derivados financieros (negociando por cuenta propia) y las sociedades de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**, con el fin de reforzar las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene especificaciones concretas relativas al **procedimiento de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del Consejo Europeo de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de dos Reglamentos del Consejo –el Reglamento (CE) n° 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, modificado por el Reglamento (CE) n° 1055/2005 de 27 de junio de 2005, y el Reglamento (CE) n° 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del **procedimiento de déficit excesivo**, modificado por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 de 27 de junio de 2005–. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del Consejo ECOFIN, titulado «Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact», que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo del 2005. También lo complementa el nuevo código de conducta, titulado «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes», aprobado por el Consejo ECOFIN el 11 de octubre de 2005.

Países adherentes: países que ha firmado el Tratado de Adhesión a la UE. Bulgaria y Rumanía lo firmaron el 25 de abril de 2005.

Países en vías de adhesión: países con los que se han iniciado las negociaciones para la adhesión a la UE. Las negociaciones con Croacia y Turquía se iniciaron el 3 de octubre de 2005.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** de la **zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años, y capital y reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que se ha programado efectuar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 104 y desarrollada en el Protocolo nº 20 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. El artículo 104 se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo (modificada por el Reglamento (CE) nº 1056/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005), que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la zona del euro. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del **Banco Central Europeo (BCE)** se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Rentabilidad empresarial: medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintas ratios de rentabilidad empresarial basadas en los estados financieros de las empresas, como la ratio del resultado de explotación (ventas menos gastos de explotación) en relación con las ventas, la ratio del resultado neto (resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios) en relación con las ventas, la rentabilidad del activo (que relaciona el resultado neto con los activos totales) y la rentabilidad de los recursos propios (que relaciona el resultado neto con los fondos aportados por los accionistas). A nivel macroeconómico suele utilizarse como medida de rentabilidad el **excedente bruto de explotación**, basado en las cuentas nacionales, por ejemplo en relación con el PIB o con el valor añadido.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de liquidación.

Riesgo de liquidación: término genérico utilizado para designar el riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba. Puede ser tanto **riesgo de crédito** como **de liquidez**.

Riesgo de liquidez: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ya sea al vencimiento o en una fecha posterior no especificada.

Riesgo sistémico: riesgo de que la imposibilidad de cumplir por parte de una institución sus obligaciones de pago dé lugar a que otras instituciones tampoco las puedan atender. Tal incumplimiento puede causar considerables problemas de liquidez o de crédito, y, como resultado, podría poner en peligro la estabilidad de los mercados o la confianza en ellos.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo (SEBC)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 25 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro. Los órganos rectores del SEBC son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos, definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que los órdenes de pago se procesan y liquidan una por una (sin compensación) en tiempo real (de forma continua) (véase, también, **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la tenencia y la transferencia de valores, bien libres de pago, bien contra pago (sistema de entrega contra pago) o bien contra otro activo (sistema de entrega contra entrega). Comprende todos los procedimientos institucionales y técnicos necesarios para la liquidación de operaciones con valores, así como para su custodia. El sistema puede operar mediante liquidación bruta en tiempo real, liquidación bruta o liquidación neta. Un sistema de liquidación permite el cálculo (compensación) de las obligaciones de pago de los participantes.

Swap de divisas: dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compra-venta de una divisa por otra.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) para el euro. Sistema descentralizado compuesto por 16 SLBTR nacionales, el mecanismo de pagos del BCE (EPM, en sus siglas en inglés) y el mecanismo de *interlinking*.

TARGET2: una nueva generación del sistema **TARGET** en el que la actual estructura técnica descentralizada será sustituida por una plataforma compartida única que ofrecerá un servicio armonizado con una estructura de precios uniforme.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable correspondientes a las **operaciones principales de financiación**. Es uno de los **tipos de interés oficiales del BCE** que refleja la orientación de la política monetaria.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE nominal/real): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de TCE nominal del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflacionados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por **entidades de crédito** y otras **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son el **tipo mínimo de puja** de las **operaciones principales de financiación**, el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea («Tratado de Roma»). El Tratado se ha modificado en varias ocasiones, en particular por el Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht») que estableció la base para la **Unión Económica y Monetaria** y contiene los Estatutos del **SEBC**.

Tratamiento automatizado de principio a fin: tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida la tramitación automatizada de la generación, confirmación, compensación y liquidación de las órdenes de pago.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme se estableció en el **Tratado**, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: la tasa de crecimiento interanual de **M3** a medio plazo que es compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores distintos de acciones: promesa por parte del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o en fechas futuras. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Valores de renta variable: valores que representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v.g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio del activo, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona que incluye aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única, y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro esta compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

ISSN 1561452-2



9 771561 452003