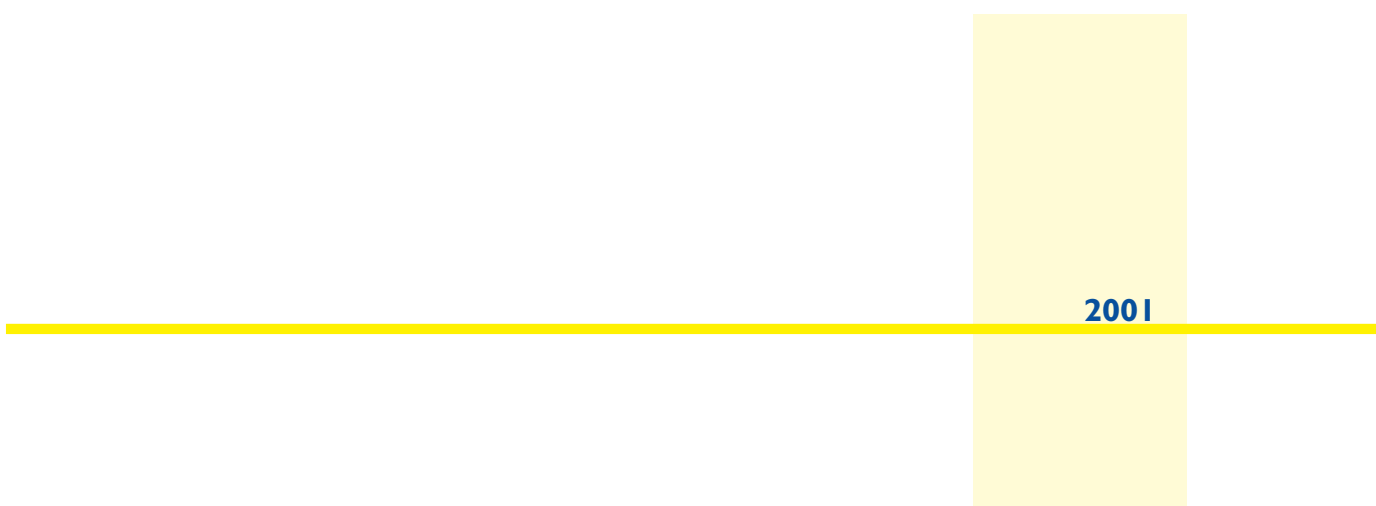


La Política Monetaria del BCE



BANCO CENTRAL EUROPEO

Esta publicación ha sido editada, traducida e impresa por el Banco de España a partir de la versión en inglés producida por el Banco Central Europeo.

© Banco Central Europeo, 2001

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

Esta publicación ha sido elaborada bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE.

Todos los derechos reservados.

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

La recepción de datos para elaborar las estadísticas incluidas en este informe se ha cerrado en diciembre de 2000.

ISBN 92-9181-254-4 ES

Índice

Prólogo	7
----------------	---

Capítulo 1

<i>Marco institucional de la política monetaria única</i>	9
---	---

Capítulo 2

<i>Estructura económica y financiera de la zona del euro</i>	13
2.1 Principales características de la economía real	13
2.2 Mercado de trabajo	15
2.3 Sector público	17
2.4 Comercio exterior	20
2.5 Estructura financiera	22
2.6 Mercados financieros	26
2.7 Intermediarios financieros	31

Capítulo 3

<i>Estrategia de la política monetaria del BCE</i>	37
3.1 Estabilidad de precios: objetivo fundamental de la política monetaria única	37
3.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria	41
3.3 La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad y el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios	45
3.4 Rendición de cuentas, transparencia y comunicación	57

Capítulo 4

<i>Instrumentación de la política monetaria</i>	61
4.1 Principios generales y objetivos del marco operativo	61
4.2 Panorámica general del marco operativo del Eurosistema	63
4.3 Operaciones de mercado abierto	67
4.4 Reservas mínimas	71
4.5 Facilidades permanentes	74
4.6 Liquidez del banco central y necesidades de liquidez del sistema bancario	75
4.7 Experiencia en los años 1999 y 2000	80

Capítulo 5

<i>Decisiones de política monetaria adoptadas en los años 1999 y 2000</i>	81
5.1 Evolución general	81
5.2 Una primera evaluación	88
<hr/>	
Anexo 1 Extractos del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea	91
Anexo 2 Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo	109
<hr/>	
Glosario	129
Bibliografía	145
Índice alfabético de términos	151
<hr/>	

Cuadros

2.1 Principales características de la economía real de la zona del euro en el año 2000	14
2.2 Tasas actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos	17
2.3 Comercio exterior de bienes de la zona del euro en el año 2000	21
2.4 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a mediados del año 2000	24
2.5 Saldos vivos de los valores distintos de acciones a corto plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	28
2.6 Saldos vivos de los valores distintos de acciones a largo plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	28
2.7 Saldos vivos de los valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000	29
2.8 Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	30
2.9 Número de sociedades nacionales y extranjeras cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	30
2.10 Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro	31
2.11 Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro	32
2.12 Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000	35
3.1 Ponderaciones de los principales componentes del IAPC en el año 2001	40
4.1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema	64

4.2	Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas	71
4.3	Estructura del balance de un banco central	76
4.4	Contribuciones a la liquidez del sistema bancario	78

Gráficos

1.1	Sistema Europeo de Bancos Centrales	10
2.1	Población en el año 2000 por grupos de edad	15
2.2	Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	16
2.3	Déficit y deuda de las Administraciones Públicas en la zona del euro	18
2.4	Ponderaciones del comercio exterior y del tipo de cambio efectivo (TCE) de los 20 principales socios comerciales de la zona del euro	21
2.5	Funciones de los sistemas financieros	23
2.6	Distribución porcentual de M3 por componentes a finales del año 2000	33
2.7	Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales del año 2000	34
3.1	Ilustración del mecanismo de transmisión desde los tipos de interés hasta los precios	43
3.2	Estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad	46
4.1	Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA	66
4.2	Funcionamiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema	73
4.3	Recurso a las facilidades permanentes en 1999 y 2000	74
4.4	Recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento	75
4.5	Volumen de operaciones de financiación principales y a plazo más largo	79
4.6	Exigencias de reservas y factores autónomos	79
5.1	Crecimiento de M3 y valor de referencia	82
5.2	M1 y préstamos al sector privado	83
5.3	Inflación medida por el IAPC	84
5.4	Tipo de cambio efectivo nominal del euro y precios del petróleo	85
5.5	PIB real, producción industrial y confianza industrial en la zona del euro	86

Recuadros

2.1	Acuerdos institucionales para garantizar unas finanzas públicas saneadas en la UE	19
2.2	Mercados financieros: términos clave	26
2.3	Agregados monetarios	32
3.1	Construcción y características del IAPC	40
3.2	Otras estrategias de política monetaria	48
3.3	El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario	50
3.4	Estadísticas relativas a la evolución económica en la zona del euro	52
3.5	Actividades de comunicación del BCE	58
4.1	Entidades de contrapartida y activos de garantía	65
4.2	Tipos de operaciones de mercado abierto	70

Prólogo

El 1 de enero de 1999, tras concluir con éxito un intenso programa de preparación, se inició la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), asumiendo el Banco Central Europeo (BCE) la responsabilidad de la política monetaria única de la zona del euro. Esta fecha marcó la culminación de años de esfuerzo dedicados a la creación de un marco duradero de estabilidad monetaria en Europa y representó, además, un hito importante en el contexto más amplio de la integración económica y política europea.

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, modificado por el Tratado de la Unión Europea, establece un marco institucional sólido para la formulación de la política económica en Europa. Dentro de ese marco, la responsabilidad de la política monetaria recae en una institución independiente, el BCE, al que se le asigna, como objetivo primordial, el mantenimiento de la estabilidad de precios. Mantener dicha estabilidad de precios es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria para conseguir la estabilidad económica y lograr los objetivos más amplios de la Comunidad Europea, como el crecimiento económico y la creación de empleo.

En 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció su estrategia de política monetaria encaminada a cumplir la misión encomendada en el Tratado. Dicha estrategia incluye una definición cuantitativa del objetivo de estabilidad de precios, que constituye un ancla para las expectativas de inflación y establece una referencia para que el BCE rinda cuentas al público de su actuación. Al anunciar esta definición, el Consejo de Gobierno hizo hincapié en la necesidad de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Además, la estrategia describe el marco analítico que sirve de guía al Consejo de Gobierno a la hora de adoptar las decisiones que más convengan para mantener la estabilidad de precios. El marco que se utiliza para evaluar los riesgos que amenazan la estabilidad se basa en dos pilares. El primer pilar atribuye un papel destacado al dinero, incluido el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento monetario, dado el origen monetario de la inflación en el medio y largo plazo. De conformidad con el segundo pilar de la estrategia, el Consejo de Gobierno realiza un seguimiento y un análisis periódicos de una amplia gama de otros indicadores económicos y financieros que afectan a la evolución de los precios a corto y medio plazo.

La adecuada ejecución de la política monetaria en un entorno de incertidumbre es un reto para cualquier banco central. La incertidumbre que rodea a las relaciones económicas y los posibles cambios en la estructura de la economía se hacen especialmente patentes en el caso de un área monetaria nueva y diversa. La estrategia de política monetaria del BCE brinda una base sólida para hacer frente a esa incertidumbre.

No es sorprendente que el enfoque aplicado por el BCE en la formulación de la política monetaria haya generado gran interés y haya estado sujeto a un férreo escrutinio. La presente publicación tiene por objeto ofrecer al

público una panorámica global de la política monetaria del BCE y de sus fundamentos económicos e institucionales. Como tal, ha de considerarse un complemento de las publicaciones periódicas de la Institución, el Boletín Mensual y el Informe Anual, así como de varias otras publicaciones del BCE dedicadas a temas específicos. Todas estas publicaciones pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Esta publicación se estructura de la siguiente manera: el capítulo 1 resume los aspectos institucionales de mayor relevancia para comprender la política monetaria del BCE; en el capítulo 2 se presenta una panorámica de las principales estructuras económicas y financieras de la economía de la zona del euro; en el capítulo 3 se describe la estrategia de política monetaria del BCE; el capítulo 4 explica cómo se ponen en práctica las decisiones de política monetaria sirviéndose de los instrumentos más adecuados; finalmente, en el capítulo 5, se describe la ejecución de la política monetaria en los dos primeros años de la tercera fase de la UEM.

Fráncfort del Meno, agosto del 2001

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Willem F. Duisenberg', written in a cursive style.

Willem F. Duisenberg

I Marco institucional de la política monetaria única

El 1 de enero de 1999, el Banco Central Europeo (BCE) asumió la responsabilidad de la política monetaria de la zona del euro, la segunda zona económica más extensa del mundo después de Estados Unidos. La transferencia de la responsabilidad de la política monetaria desde once bancos centrales nacionales (doce, tras la incorporación de Grecia a partir del 1 de enero de 2001) a una nueva institución supranacional constituyó un hito en un largo y complejo proceso de integración de los países europeos. Antes de adoptar el euro, todos los países candidatos debían cumplir una serie de criterios de convergencia que tenían por objeto garantizar las condiciones económicas y jurídicas necesarias para poder participar satisfactoriamente en una unión monetaria orientada hacia la estabilidad. En el presente capítulo se describen los principales aspectos institucionales que permiten entender mejor la política monetaria del BCE.

El BCE, el SEBC y el Eurosistema

La base jurídica de la política monetaria única es el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su versión modificada. (Véanse las disposiciones legales correspondientes en los Anexos 1 y 2).

De conformidad con lo dispuesto en el Tratado y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC), que figuran como Protocolo anejo al Tratado, se crearon el BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), estableciéndose como fecha de constitución de ambos el 1 de junio de 1998. El SEBC está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de todos los Estados miembros de la UE¹.

Los BCN de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro (en el 2001, Dinamarca, Suecia y Reino Unido) son parte integrante del SEBC, pero no participan en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona del euro o en la ejecución de dichas decisiones. Por este motivo, los órganos rectores del BCE decidieron adoptar el término «Eurosistema» para designar el mecanismo por el que el BCE y los BCN de los Estados miembros participantes desempeñan las funciones del SEBC en la zona del euro (véase gráfico I.1).

Objetivo de la política monetaria única y funciones del Eurosistema

Con arreglo al apartado 1 del artículo 105 del Tratado —que no se refiere al Eurosistema sino al SEBC, dado que su redacción se basó en que, en última instancia, todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro—, «el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios» y «sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2». Entre dichos objetivos figuran «un alto nivel de empleo (...), un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos». Por lo tanto, el Tratado establece claramente unos objetivos prioritarios para el BCE, atribuyendo una importancia

¹ A diferencia del SEBC, el BCE tiene personalidad jurídica propia, que le viene conferida por el Tratado; los BCN tienen personalidad jurídica propia en virtud de la legislación nacional de sus respectivos países.

² El término «zona del euro» se refiere al área que comprende los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro.

El Tratado es la base jurídica de la política monetaria única ...

... y establece el BCE y el SEBC

El Eurosistema

Importancia primordial de la estabilidad de precios

Gráfico 1.1



primordial a la estabilidad de precios. Al centrar la política monetaria del BCE en este objetivo primordial, el Tratado establece sin lugar a dudas que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede ofrecer para conseguir un entorno económico favorable y un elevado nivel de empleo.

De conformidad con el apartado 2 del artículo 105 del Tratado y con el artículo 3 de los Estatutos del SEBC, las funciones básicas que se llevan a cabo a través del Eurosistema son las siguientes:

- definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro;
- realizar operaciones de divisas;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en la zona del euro. En colaboración con los BCN, el BCE recopila la información estadística necesaria para la política monetaria, obteniéndola de las autoridades nacionales o directamente de los agentes económicos. Además, en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero, el Eurosistema contribuirá al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades competentes. Con arreglo al artículo 6 de los Estatutos del SEBC, el BCE y, siempre que éste lo apruebe, los BCN podrán participar en instituciones monetarias internacionales. El BCE decidirá la representación del Eurosistema en el ámbito de la cooperación internacional.

Funciones básicas del Eurosistema

Órganos rectores del BCE

Los órganos rectores del BCE a los que corresponde la responsabilidad de la formulación y la ejecución de la política monetaria única son el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

El Consejo de Gobierno está compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de la zona del euro (doce gobernadores en el 2001). Tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo están presididos por el presidente del BCE o, en ausencia de éste, por el vicepresidente. Las responsabilidades del Consejo de Gobierno son:

- adoptar las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema;
- formular la política monetaria de la zona del euro.

De conformidad con el artículo 12.1 de los Estatutos del SEBC, la formulación de la política monetaria de la zona del euro incluye la adopción de decisiones relativas a «los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas» en el Eurosistema. Además, el Consejo de Gobierno establecerá las orientaciones necesarias para el cumplimiento de dichas decisiones.

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros, todos ellos nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro. Las responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- ejecutar la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y, al hacerlo, impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;
- ser responsable de la actividad diaria del BCE;
- asumir determinados poderes delegados en él por el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo³.

Independencia del banco central

El marco institucional de la política monetaria única atribuye la consecución del objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a un banco central independiente de toda influencia política. Un extenso análisis teórico, basado en una evidencia empírica considerable, indica que la independencia del banco central favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios.

El artículo 108 (antiguo artículo 107) del Tratado y el artículo 7 de los Estatutos del SEBC establecen el importante principio de la independencia del banco central.

3 Existe un tercer órgano rector del BCE, 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 (quince en el 2001). El Consejo General seguirá en funciones mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado el euro. Aunque no participa en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona del euro, el Consejo General colabora en la recopilación de información estadística y en los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

Consejo de Gobierno del BCE

Comité Ejecutivo del BCE

Independencia de toda influencia política

En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les son asignadas, ni el BCE, ni los BCN, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y los organismos comunitarios, ni de los gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y los organismos comunitarios, así como los gobiernos de los Estados miembros, deberán también respetar este principio y no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE.

Otras disposiciones que contribuyen a garantizar la independencia

Existen otras disposiciones destinadas a garantizar la independencia del BCE y de sus órganos rectores. Los mecanismos financieros del BCE están separados de los intereses financieros de la Comunidad Europea. El BCE tiene su propio presupuesto, y su capital es suscrito y desembolsado por los BCN de la zona del euro. El hecho de que el mandato de los miembros del Consejo de Gobierno sea por un período prolongado y que el de los miembros del Comité Ejecutivo no puede renovarse, contribuye a minimizar la posible influencia política en los miembros de los órganos rectores del BCE. El Tratado protege, asimismo, la independencia del BCE al prohibir la concesión de créditos por el banco central al sector público (véase recuadro 2.1).

La política cambiaria debe centrarse también en la estabilidad de precios

El Tratado contiene también disposiciones encaminadas a garantizar el pleno respeto del objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios por la política cambiaria única. Si bien el Tratado prevé que el Consejo ECOFIN y el BCE compartan la responsabilidad de las decisiones de política cambiaria, las disposiciones que figuran en el mismo garantizan que la política cambiaria sea totalmente coherente con el objetivo principal de la política monetaria única. En primer lugar, el artículo 4 (antiguo artículo 3 A) del Tratado establece explícitamente que el objetivo primordial de las políticas monetaria y cambiaria es mantener la estabilidad de precios. En segundo lugar, en lo que respecta al marco general en el que debe ejecutarse la política cambiaria, el Tratado exige que las decisiones que se adopten en este ámbito respeten dicho objetivo. Por último, el BCE tiene la competencia exclusiva de decidir y realizar operaciones en el mercado cambiario.

Obligaciones de información

Disposiciones que obligan a rendir cuentas

Para mantener la legitimidad, un banco central independiente debe rendir cuentas de su gestión en el ejercicio de su mandato ante las instituciones democráticas y los ciudadanos. Sin cercenar la independencia del BCE, el artículo 15 de los Estatutos del SEBC impone unas obligaciones de información precisas al BCE. Este ha de publicar informes trimestrales sobre las actividades del Eurosistema, así como un estado financiero consolidado semanal. Además, el BCE debe presentar cada año al Parlamento Europeo, al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y al Consejo Europeo un informe sobre sus actividades y la política monetaria del año anterior y del año en curso. Con el fin de potenciar al máximo la transparencia, el BCE ha decidido ampliar por encima de los requisitos señalados su política de información (véase capítulo 3).

2 Estructura económica y financiera de la zona del euro

La consecución del objetivo de estabilidad de precios requiere la comprensión de los factores que configuran el proceso de formación de los precios, incluida la transmisión de la política monetaria. En este capítulo se presenta una panorámica de las principales estructuras económicas y financieras de la zona del euro. En primer lugar, se pasa revista a las características básicas de la economía real, prestando especial atención a la composición del producto, las cuestiones demográficas, los rasgos más destacados del mercado de trabajo y la política fiscal, así como a las tendencias del comercio entre la zona del euro y el resto del mundo. A continuación, se describen las principales características de la estructura financiera mediante el examen de los mercados monetario y de capitales, así como las instituciones más importantes, diferenciando entre instituciones financieras monetarias (IFM) y otros intermediarios financieros.

2.1 Principales características de la economía real

Si bien antes de establecerse la Unión Monetaria podía considerarse a cada uno de los países que ahora integran la zona del euro como economías relativamente pequeñas y abiertas, la zona en su conjunto constituye una economía grande, mucho más cerrada. Por lo tanto, sus características estructurales son más comparables con las de Estados Unidos o Japón que con las de los países que integran dicha zona. En el cuadro 2.1 se presentan algunas de las principales características macroeconómicas de la zona del euro.

En términos de población, la zona del euro es una de las mayores economías desarrolladas del mundo: en el año 2000, su población era de 303 millones de habitantes. A título comparativo, la población de Estados Unidos y de Japón, en el mismo año, era de 276 y 127 millones de habitantes, respectivamente. En el gráfico 2.1 se observan las diferencias en la estructura de edad entre la población de la zona y la de Estados Unidos. En promedio, los países de la zona del euro registran un porcentaje más bajo de jóvenes y un porcentaje más alto de personas mayores que Estados Unidos.

En términos de participación en el PIB mundial, Estados Unidos fue la mayor economía en el año 2000, con un peso del 22%, seguida por la zona del euro con un 16%, mientras que Japón representó el 7,3% del PIB mundial. La participación de cada uno de los países miembros de la zona del euro fue significativamente menor: la mayor economía dentro de la zona supuso el 4,6% del PIB mundial en el año 2000.

La estructura de la producción de la zona del euro se asemeja bastante a la de Estados Unidos y Japón. En las tres economías, el sector servicios concentra la mayor proporción del producto total. Existe, no obstante, una gran diferencia entre Estados Unidos y la zona del euro en lo relativo a la participación de los sectores público y privado en el sector servicios. Concretamente, la participación del sector público en Estados Unidos es relativamente pequeña, mientras que en la economía de la zona del euro es mucho mayor. En ambas economías, y también en Japón, la participación del sector industrial en el producto total es la segunda en orden de importancia. Dado que, en los tres casos, se trata de economías muy desarrolladas, la participación de los sectores agrícola, pesquero y forestal es relativamente pequeña.

La economía de la zona del euro es una de las mayores del mundo

Población

Participación en el PIB mundial

El sector servicios representa el porcentaje más alto del PIB de la zona del euro

Cuadro 2.1

Principales características de la economía real de la zona del euro en el año 2000

	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón
Población	millones	303	276	127
PIB (porcentaje del PIB mundial) ¹⁾	%	16,0	22,0	7,3
PIB per cápita ¹⁾	€	22.322	35.034	24.922
Sectores de producción ²⁾				
Agricultura, pesca, silvicultura	% del PIB	2,7	1,4	1,7
Industria (incluida construcción)	% del PIB	28,8	24,7	34,5
Servicios	% del PIB	68,5	73,9	63,8
Tasa de paro (porcentaje de la población activa)	%	8,9	4,0	4,7
Tasa de actividad ³⁾	%	67,3	77,2	72,4
Tasa de ocupación ^{3), 4)}	%	61,2	74,1	68,9
Administraciones Públicas ⁵⁾				
Superávit (+) o déficit (-)	% del PIB	-0,7	2,3	-8,6
Deuda bruta	% del PIB	70,3	57,3	130,4
Ingresos	% del PIB	47,9	34,0	30,3
de los cuales, impuestos directos	% del PIB	13,0	15,5	7,0
de los cuales, impuestos indirectos	% del PIB	14,2	6,8	8,5
de los cuales, cotizaciones sociales	% del PIB	16,3	7,1	11,0
Gastos	% del PIB	48,6	31,7	38,9
de los cuales, consumo final	% del PIB	19,8	14,1	16,6
de los cuales, transferencias sociales	% del PIB	16,7	10,5	17,5
Exportaciones de bienes ⁶⁾	% del PIB	14,8	7,8	9,7
Exportaciones de bienes y servicios ⁶⁾	% del PIB	19,1	10,7	11,1
Importaciones de bienes ⁶⁾	% del PIB	14,3	12,3	7,2
Importaciones de bienes y servicios ⁶⁾	% del PIB	18,7	14,4	9,7
Exportaciones (porcentaje de las exportaciones mundiales) ⁷⁾	%	19,0	15,0	9,2
Balanza por cuenta corriente ⁶⁾	% del PIB	-0,7	-4,4	2,5

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea, OCDE, Reuters, BCE y cálculos del BCE.

Nota: En todos los agregados de la zona del euro que figuran en este cuadro se incluyen los datos de Grecia.

1) Los porcentajes del PIB se basan en una valoración del PIB de cada país conforme a la paridad del poder adquisitivo (PPA).

2) Basado en el valor añadido real. Los datos relativos a Japón corresponden a 1998 y los de Estados Unidos, a 1999.

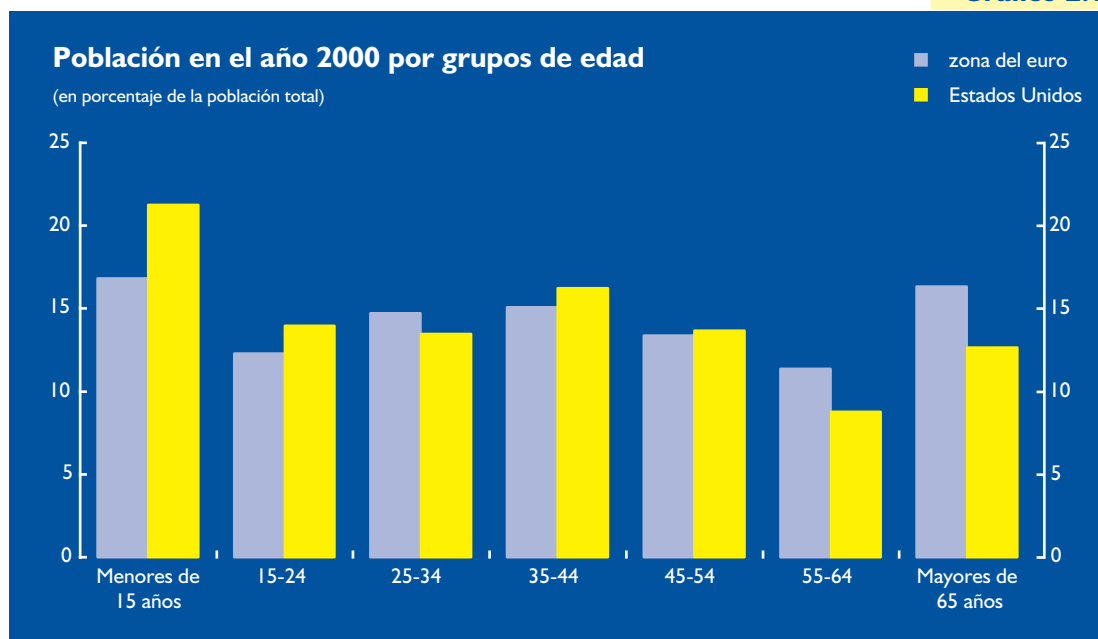
3) Los datos de Estados Unidos y Japón corresponden a 1998.

4) Como proporción del número de personas con respecto a la población en edad de trabajar (con edades comprendidas entre 15 y 64 años).

5) Los datos de la zona del euro excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

6) Datos de la balanza de pagos: para la zona del euro, solo comercio con el exterior. Los datos de Estados Unidos y Japón corresponden a 1999.

7) Estadísticas de comercio exterior; las exportaciones mundiales excluyen el comercio dentro de la zona.

Gráfico 2.1

Fuentes: Eurostat y US Bureau of Census.

2.2 Mercado de trabajo

Los aspectos institucionales del mercado de trabajo, tales como la legislación relativa a la protección del empleo, los sistemas de prestaciones por desempleo, el proceso de formación de los salarios y la tributación del factor trabajo, entre otros, son factores importantes para la evolución de la economía. Por ejemplo, las rigideces estructurales de los mercados de trabajo reducen la velocidad de ajuste de la economía ante perturbaciones adversas (por ejemplo, una súbita desaceleración económica), por lo que suelen ir asociadas a situaciones de desempleo relativamente alto y persistente. Además, dichas rigideces, y el consiguiente desempleo estructural, tienden a frenar el ritmo al que una economía puede crecer sin alimentar presiones inflacionistas.

La tasa de paro en la zona del euro —el número de personas desempleadas en relación con la población activa— alcanzó niveles muy altos en los años ochenta y en los noventa. En el año 2000, la tasa media de la zona se situó tan solo ligeramente por debajo del 9%. Este porcentaje corresponde a un conjunto de 12,2 millones de parados, aproximadamente. A pesar del descenso observado a finales de la década de los noventa, la tasa de paro de la zona del euro se ha mantenido en niveles notablemente más altos que los registrados en Estados Unidos (véase gráfico 2.2). Esta disparidad refleja no solo las elevadas tasas de crecimiento económico alcanzadas en Estados Unidos a finales de los años noventa, sino también las diferencias estructurales entre los mercados de trabajo estadounidense y de la zona del euro. Estas diferencias han dado lugar a que el nivel de desempleo estructural sea más alto en esta última. En la década de los noventa, se adoptaron en los países de la zona reformas que afectan a las características institucionales de los mercados de trabajo, si bien con distinta intensidad. En algunos casos, estas reformas han reducido

Las rigideces estructurales pueden obstaculizar el funcionamiento eficiente del mercado de trabajo

La tasa de paro es más elevada en la zona del euro que en Estados Unidos

significativamente la tasa de paro. Con todo, persisten rigideces estructurales y ello explica los niveles de paro todavía elevados que se observaron en la zona del euro en el año 2000.

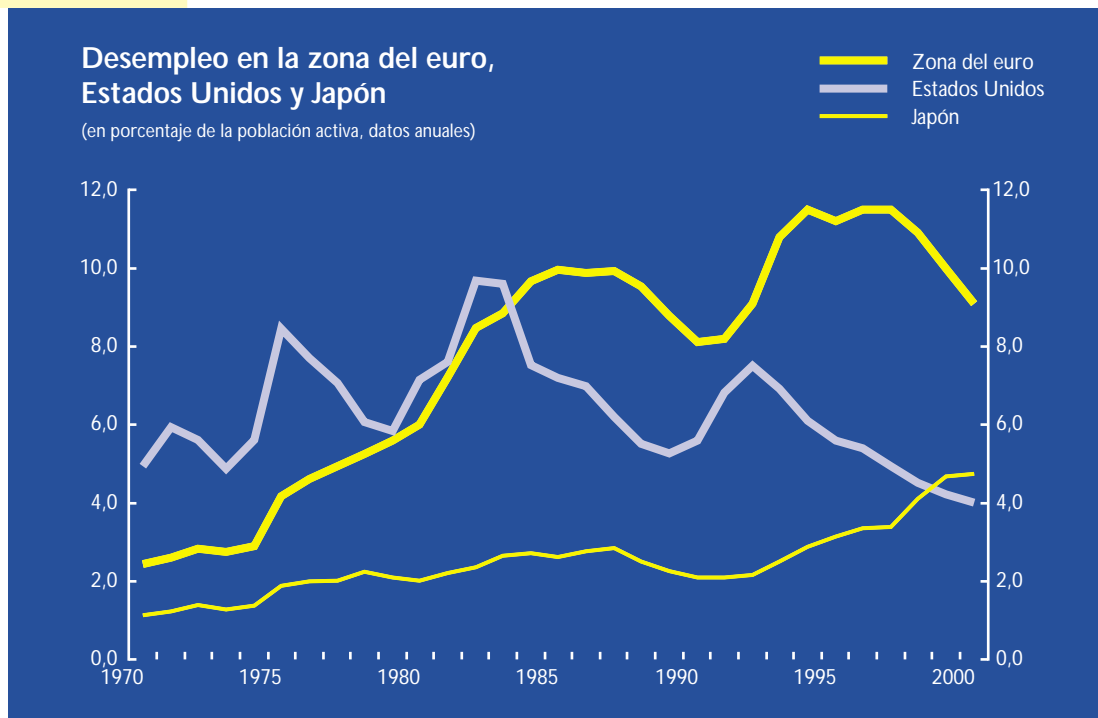
Cabe destacar que junto con una tasa de paro más alta, la tasa de actividad —un 67,3% en el año 2000— fue notablemente más baja en la zona del euro que en Estados Unidos (77,2%) o Japón (72,4%). La diferencia entre las tasas de actividad de la zona del euro y de Estados Unidos (véase cuadro 2.2) fue mucho más pronunciada en el caso de las mujeres (unos 13 puntos porcentuales) que en el de los hombres (alrededor de 7 puntos porcentuales). La menor tasa de actividad total que registra la zona del euro en comparación con Estados Unidos refleja, principalmente, diferencias en los colectivos de personas más jóvenes y de personas de mayor edad: las tasas de actividad de los trabajadores de 25 a 54 años son bastante similares a ambos lados del Atlántico. En general, los europeos más jóvenes tienen una participación en la población activa mucho menor que sus homólogos estadounidenses, lo que podría guardar relación con las diferencias existentes en las tradiciones y estructuras de los sistemas educativo y social. En la zona del euro, los trabajadores suelen abandonar las filas de la población activa a una edad más temprana que en Estados Unidos.

La menor tasa de actividad, combinada con una mayor tasa de desempleo, se traduce en una tasa de ocupación mucho más baja (medida por el número de personas empleadas como porcentaje de la población con edades comprendidas entre 15 y 64 años) en la zona del euro que en Estados Unidos o Japón. Si bien en la zona del euro dicha tasa se situaba justo por encima del 61% en el año

La tasa de actividad es relativamente baja en la zona del euro

La tasa de ocupación es relativamente baja en la zona del euro

Gráfico 2.2



Fuente: Comisión Europea.

Tasas de actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje de la población en edad de trabajar)

Cuadro 2.2

	Zona del euro			Estados Unidos		
	hombres	mujeres	total	hombres	mujeres	total
Todos los grupos	77,0	57,6	67,3	84,2	70,7	77,2
15-24 ¹⁾	47,8	40,9	44,3	68,4	63,3	65,9
25-34	92,1	74,4	83,3	93,2	76,3	84,8
35-44	95,7	73,4	84,5	92,6	77,1	84,9
45-54	90,8	64,2	77,4	89,2	76,2	82,7
55-59	67,1	40,7	53,8	78,4	61,3	69,5
60-64	29,4	12,8	20,8	55,4	39,1	46,9

Fuentes: Eurostat y OCDE.

Nota: Los datos de Estados Unidos corresponden a 1999 y los de la zona del euro, al año 2000.

1) Los datos de Estados Unidos corresponden al grupo de edades comprendidas entre 16 y 24 años.

2000, en Estados Unidos y Japón era superior o ligeramente inferior al 70%, respectivamente (véase cuadro 2.1). Esta menor tasa de ocupación es una de las causas principales por las que el PIB per cápita de la zona del euro es inferior al registrado en Estados Unidos y en Japón.

2.3 Sector público

Las políticas fiscales afectan notablemente al crecimiento económico y a la inflación. Por consiguiente, es importante que las autoridades monetarias, como el BCE, sigan muy de cerca la evolución de dichas políticas. Muchos son los cauces a través de los cuales la política fiscal deja sentir sus efectos sobre la economía y los precios. El nivel y la composición del gasto y los ingresos públicos, así como los déficit presupuestarios y la deuda pública son variables fundamentales en este proceso.

Las políticas presupuestarias siguen siendo competencia exclusiva de los Estados miembros en la tercera fase de la UEM. Sin embargo, existen varios mecanismos institucionales encaminados a velar por la solidez de las finanzas públicas al nivel de toda la UE (véase recuadro 2.1). En particular, el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* tiene por objeto limitar los riesgos para la estabilidad de precios que, de lo contrario, podrían entrañar las políticas fiscales nacionales. Por ejemplo, un aumento excesivo del gasto público en un momento en el que la economía ya está operando a niveles próximos a la plena capacidad podría, al estimular la demanda agregada, producir estrangulamientos y generar presiones inflacionistas. Los desequilibrios fiscales, con abultados déficit presupuestarios y volúmenes crecientes de deuda pública, han caracterizado muchos episodios de inflación a lo largo de la historia. Por tanto, la disciplina presupuestaria es un componente básico de la estabilidad macroeconómica. Los altos niveles de deuda pública pueden resultar tan nocivos como los desequilibrios presupuestarios. Si cada año un gobierno tiene que hacer frente a unos elevados gastos en concepto de intereses, la situación presupuestaria puede tornarse insostenible y, por ende, poner en peligro la estabilidad de precios. Los altos niveles de endeudamiento

Las políticas fiscales afectan a la economía

Una política fiscal saneada es necesaria para la estabilidad macroeconómica

pueden también afectar negativamente a la economía real y al entorno financiero. Concretamente, si el gobierno recurre excesivamente a los mercados de capitales, el coste del capital tiende a aumentar, produciéndose un desplazamiento de la inversión privada. Habida cuenta de los problemas que pueden entrañar los desequilibrios presupuestarios, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento representa un compromiso importante para mantener unas políticas fiscales conducentes a la estabilidad macroeconómica general.

La proporción relativamente grande del PIB de la zona del euro que representa el gasto público...

... refleja el alto porcentaje del consumo público final y de las transferencias sociales a los hogares

El peso del sector de las Administraciones Públicas (es decir, las administraciones central, regional y local, así como la seguridad social) en la economía es mayor en la zona del euro que en Estados Unidos o Japón. En el año 2000, en la zona del euro, el gasto público representó el 48,6% del PIB, y los ingresos públicos ascendieron al 47,9% del PIB. En cambio, en Estados Unidos, el sector de las Administraciones Públicas representó alrededor del 32% del PIB, medido en términos de gasto, y en torno al 34%, en términos de ingresos. En el mismo año, en Japón la *ratio* de gasto público en relación con el PIB fue del 39%, aproximadamente, mientras que la *ratio* de ingresos se situó en torno al 30%, lo que indica la existencia de un abultado déficit público (véase cuadro 2.1).

La proporción relativamente grande del PIB que representa el gasto público en la zona del euro refleja, concretamente, el alto porcentaje del consumo público final y de las transferencias sociales a los hogares. Estas disparidades entre países tienen su origen, en parte, en diferencias en la distribución de funciones entre los sectores público y privado. Dadas las características de los sistemas de seguridad social en Europa, la estructura por edades de la población de la zona del euro contribuye también al elevado nivel de gasto público. Como puede observarse en el gráfico 2.1, la población de la zona del euro es, en promedio, mayor que la de Estados Unidos, y ello afecta a los gastos en pensiones y sanidad. A menos que se emprendan reformas en los Estados miembros afectados, la situación se exacerbará en el futuro con el envejecimiento de la población previsto.

Gráfico 2.3



Fuentes: Comisión Europea, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Los datos sobre déficit de la zona del euro correspondientes al año 2000 excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

Acuerdos institucionales para garantizar unas finanzas públicas saneadas en la UE

Si bien el Tratado establece una política monetaria única, mantiene las competencias nacionales en otros ámbitos de la política económica, como por ejemplo las políticas fiscales y estructurales. Sin embargo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 99 (antiguo artículo 103) del Tratado, los Estados miembros «considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común».

Por otro lado, el Tratado contiene varias disposiciones encaminadas a garantizar unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la UEM, dado que la política fiscal sigue siendo competencia de los gobiernos nacionales. Una de estas disposiciones se refiere al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, tal como viene definido en el artículo 104 (antiguo artículo 104 C) y en un protocolo anejo al Tratado. Este procedimiento establece las condiciones que deben concurrir para considerar que una situación presupuestaria es saneada, así como las medidas, incluyendo las sanciones, que deberán adoptarse si el Consejo de la UE determina que existe un déficit excesivo en un Estado miembro.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento complementa el procedimiento de déficit excesivo. El Consejo Europeo adoptó una Resolución sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento el 17 de junio de 1997 y, posteriormente, dos Reglamentos que desarrollaban dicha Resolución: el «Reglamento del Consejo relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas» y el «Reglamento del Consejo relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo». Estas disposiciones establecieron el marco en el que los Estados miembros se comprometieron a conseguir unas finanzas públicas saneadas a medio plazo. Los Estados miembros se han comprometido a perseguir el objetivo de alcanzar a medio plazo una situación presupuestaria «próxima al equilibrio o con superávit», con el fin de que puedan hacer frente a fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público en relación con el PIB por debajo del 3%.

En el marco de una supervisión multilateral, los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro deben presentar programas de estabilidad al Consejo de la UE y a la Comisión Europea. Los Estados miembros no pertenecientes a dicha zona deben presentar programas de convergencia. En ambos programas debe figurar la información necesaria para poder valorar los ajustes presupuestarios previstos a medio plazo con el fin de alcanzar una situación próxima al equilibrio o con superávit.

Una contribución fundamental al fomento de políticas presupuestarias orientadas hacia la estabilidad la proporciona la cláusula de no *bail-out* del Tratado. Con arreglo al apartado 1 del artículo 103 (antiguo artículo 104 B) del Tratado, «La Comunidad no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros (...). Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos». Esta cláusula garantiza que el reembolso de la deuda pública permanezca en el ámbito nacional, propiciando así unas políticas presupuestarias nacionales prudentes.

Otras disposiciones destinadas a potenciar la disciplina presupuestaria son la prohibición de financiar los déficit públicos y la de conseguir cualquier forma de acceso privilegiado a las entidades financieras por parte del sector público. El artículo 101 (antiguo artículo 104) del Tratado prohíbe al BCE y a los BCN financiar los déficit públicos mediante «descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros». El artículo 102 (antiguo artículo 104 A) del Tratado prohíbe cualquier medida que

establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones u organismos públicos y comunitarios. Además de aumentar los incentivos para conseguir unas finanzas públicas saneadas y adoptar unas políticas presupuestarias prudentes, estas disposiciones contribuyen a potenciar la credibilidad de la política monetaria única para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Asimismo, el Tratado establece que, sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea, el Consejo de la UE adoptará cada año unas Orientaciones generales de política económica, que proporcionarán el marco para la definición de los objetivos y orientaciones de política económica de

los Estados miembros y de la Comunidad Europea. En la medida en que, en general, todos los Estados miembros deben hacer frente a los mismos retos y tienen las mismas necesidades en cuanto a política económica se refiere, las citadas Orientaciones establecen unas pautas generales aplicables a todos ellos. Al mismo tiempo, reflejando la diversidad de los países en términos de perspectivas y resultados económicos, así como de estructuras e instituciones, las Orientaciones formulan también recomendaciones específicas para cada país. De conformidad con el Tratado, las Orientaciones deben respetar la independencia del BCE en la consecución de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, sin tratar de influir en la política monetaria.

Ingresos públicos

Por lo que respecta a la estructura de los ingresos públicos, la zona del euro depende en mayor medida que Estados Unidos o Japón de las cotizaciones sociales, así como de los impuestos indirectos como fuente de obtención de ingresos tributarios, mientras que en Estados Unidos los impuestos directos representan una proporción mayor de los ingresos tributarios totales.

Déficit presupuestario

El gasto público sobrepasó los ingresos públicos en la zona del euro durante todo el período 1970-2000, por lo que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas registró un déficit en cada uno de estos años. El déficit aumentó hasta casi el 6% del PIB en 1993, pero fue disminuyendo paulatinamente a partir de entonces, hasta situarse en un 0,7% del PIB en el año 2000 (véase gráfico 2.3).

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

La deuda bruta total de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzó un máximo equivalente al 75,4% del PIB en 1996, tras registrar un rápido aumento en las dos décadas anteriores. A partir de este máximo, la deuda fue reduciéndose ligeramente, hasta situarse en un 70,3% del PIB en el año 2000. En Estados Unidos, se registraron volúmenes algo más bajos, 57,3% del PIB en el año 2000, mientras que en Japón la *ratio* de deuda en relación con el PIB se cifró en un 130,4%.

La economía de la zona del euro es mucho menos abierta que las de cada uno de los países que integran la zona.

2.4 Comercio exterior

Aunque la economía de la zona del euro puede verse afectada significativamente por la evolución de la economía mundial, el hecho de ser una economía mucho menos abierta que las de cada uno de los países que la integran limita el impacto de la evolución económica externa y, en particular, los efectos de las fluctuaciones de los precios externos en los precios internos de la zona. Con todo, la zona del euro sigue siendo una economía más abierta que Estados Unidos o Japón. Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la zona, en porcentaje del PIB, fueron en el año 2000 notablemente más altas que las cifras correspondientes de Estados Unidos y Japón (véase cuadro 2.1).

Comercio exterior de bienes de la zona del euro en el año 2000

(en porcentaje del total)

Cuadro 2.3

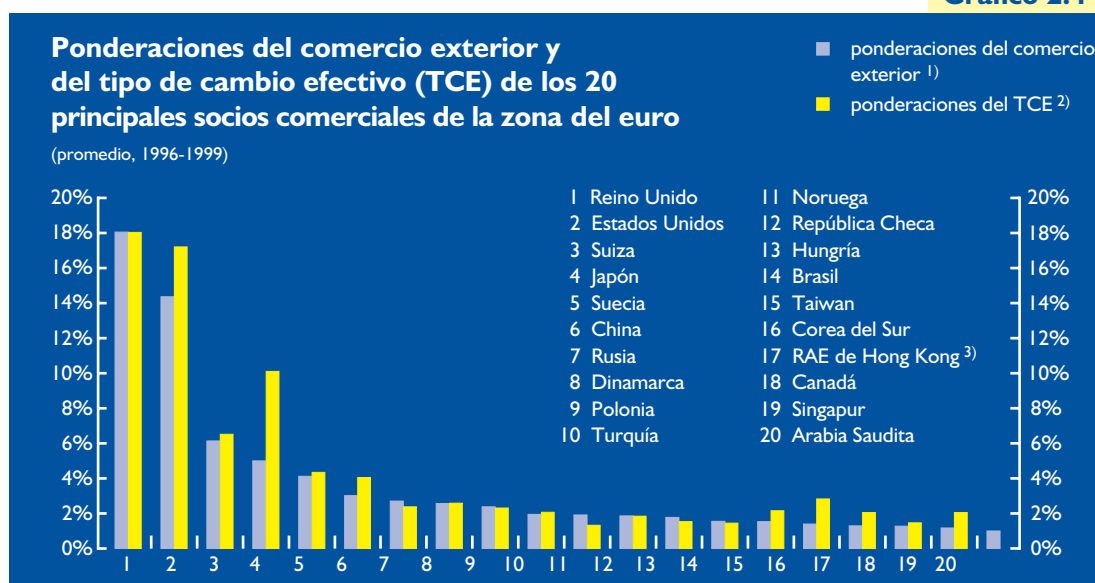
	Exportaciones	Importaciones
Total	100	100
<i>del cual:</i>		
Maquinaria y equipo de transporte	46,6	37,8
Productos químicos	13,6	8,5
Materias primas	2,0	4,8
Energía	2,3	14,4
Alimentación, bebidas y tabaco	6,1	5,5
Otros productos manufacturados	26,6	25,4
Otros	2,9	3,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En cuanto a la composición del comercio exterior en el año 2000, el porcentaje mayor de importaciones y exportaciones de la zona del euro correspondía al comercio de bienes, aproximadamente un 75%. Dentro de esta categoría, la maquinaria y el equipo de transporte representaban casi la mitad de las exportaciones y constituían también el porcentaje más alto de las importaciones (véase cuadro 2.3). El segundo componente en orden de importancia es el denominado otros productos manufacturados, que representa, aproximadamente, la misma proporción, tanto en

El comercio de bienes representa el porcentaje más alto de los intercambios comerciales de la zona con otros países

Gráfico 2.4



Fuente: Cálculos del BCE, basados en datos de comercio exterior de Eurostat.

- 1) Las ponderaciones basadas en el comercio exterior son la suma de las exportaciones y las importaciones expresadas como total de las exportaciones y las importaciones de la zona del euro (incluida Grecia).
- 2) Las ponderaciones empleadas en el cálculo de los índices del TCE del euro son ponderaciones basadas en el comercio total de manufacturas con países de fuera de la zona del euro, para las que se utiliza la media ponderada de la participación de las exportaciones, según el método de la doble ponderación, y de las importaciones. La doble ponderación de las exportaciones permite tener en cuenta los efectos de terceros mercados para registrar la competencia que sufren los exportadores de la zona del euro en los mercados exteriores por parte de productores nacionales y exportadores de terceros países.
- 3) Región Administrativa Especial.

Distribución geográfica del comercio exterior de la zona del euro

Tipo de cambio efectivo

importaciones como en exportaciones. Los productos químicos suponían el 13,6% de las exportaciones de bienes, pero sólo el 8,5% de las importaciones, mientras que las materias primas y la energía registraban porcentajes muchos más altos para las importaciones que para las exportaciones. Esto indica que la zona del euro, como consecuencia de la división internacional del trabajo y de la disponibilidad de materias primas en la zona, tiende, en términos, netos a importar materias primas y bienes intermedios y a especializarse en la exportación de productos elaborados.

En relación con la distribución geográfica del comercio de la zona del euro, el Reino Unido, Estados Unidos, Suiza y Japón son, en este orden, sus principales socios comerciales. Aparte de estos, ningún otro país concentró más del 5% de los intercambios comerciales de la zona durante el período 1996–1999 (véase gráfico 2.4). En conjunto, el comercio con Rusia y los países de Europa Central y Oriental representó el 12,8% de los intercambios totales, el mismo porcentaje que el comercio con China y el resto de Asia, excluido Japón.

En el gráfico 2.4, cabe señalar que las ponderaciones basadas en el comercio bilateral incluyen solo los intercambios realizados entre la zona del euro y los países no pertenecientes a la zona, y no necesariamente reflejan la competencia que sufren los productores de dicha zona en los mercados de exportación frente a exportadores de otros países y a productores nacionales. Estos «efectos de terceros mercados» deben tenerse en cuenta al evaluar la competitividad de la zona del euro, y se incluyen en las ponderaciones utilizadas para obtener el tipo de cambio efectivo de la moneda única. También cabe destacar que las ponderaciones de las monedas de Estados Unidos y Japón son notablemente más altas en el tipo de cambio efectivo del euro que las ponderaciones del comercio bilateral de estos dos países (véase gráfico 2.4).

2.5 Estructura financiera

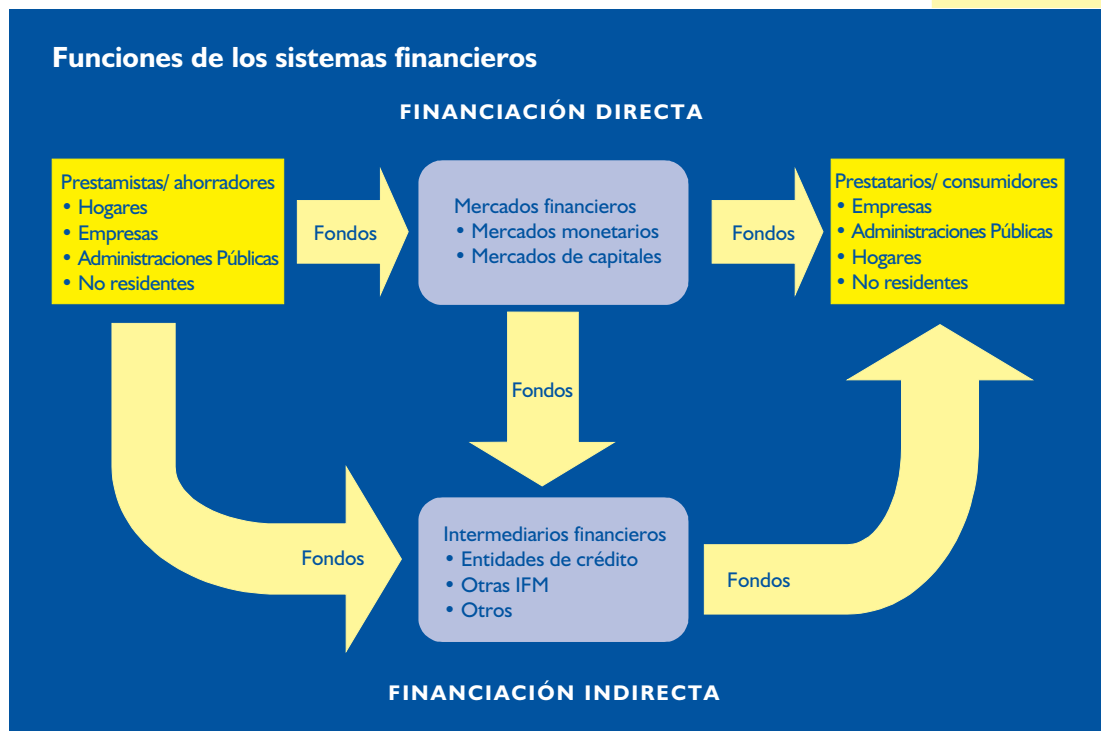
Financiación indirecta y directa

El sistema financiero desempeña la función económica esencial de canalizar recursos procedentes de quienes han acumulado un excedente al gastar menos de lo que perciben en forma de renta, hacia quienes necesitan fondos porque desean gastar por encima de su nivel de ingresos. Este proceso se representa en forma de esquema en el gráfico 2.5. Los principales prestamistas de fondos, o ahorradores, son los hogares, aunque las empresas, las Administraciones Públicas y los extranjeros a veces se encuentran también con un excedente de recursos y deciden prestarlos. En la zona del euro, los principales prestatarios o consumidores son las empresas y las Administraciones Públicas, aunque también los hogares y los no residentes obtienen préstamos para financiar sus compras. Los fondos fluyen de los prestamistas a los prestatarios a través de dos cauces. En la financiación directa o basada en el mercado, el cauce que figura en la parte superior del gráfico 2.5, los deudores obtienen recursos en préstamo directamente de los prestamistas en los mercados financieros vendiéndoles instrumentos financieros negociables, también denominados valores, que son derechos sobre el ingreso o los activos futuros del prestatario. Si los intermediarios financieros desempeñan una función adicional en la canalización de los fondos, se trata de financiación indirecta o basada en el recurso a estos (véase parte inferior del gráfico 2.5). Los intermediarios financieros pueden clasificarse en entidades de crédito, otras Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y otros intermediarios financieros.

Antes de describir con más detalle los mercados financieros en los que tiene lugar la financiación directa y los intermediarios financieros que participan en la financiación indirecta, se presenta, en el cuadro 2.4, un resumen de los principales activos y pasivos financieros de los sectores no financieros de la zona del euro en términos de saldos vivos a mediados del año 2000. Estos activos y pasivos financieros constituyen los «saldos» de las cuentas financieras trimestrales. Los principales activos financieros que figuran en el cuadro 2.4 (efectivo y depósitos, valores distintos de acciones, acciones cotizadas y reservas técnicas de seguro) ascendían a 14.535 mm de euros (alrededor del 230% del PIB anual de la zona del euro) a mediados del año 2000. Los valores, incluidas las acciones cotizadas, representaban casi la mitad de esta cifra, y el efectivo y los depósitos, una tercera parte. Las reservas técnicas de seguro, es decir, las provisiones de los fondos de pensiones, las empresas de seguros y las sociedades no financieras para hacer frente a las reclamaciones de los tenedores de pólizas, constituían una quinta parte de los principales activos financieros incluidos en el cuadro. Los principales pasivos (préstamos y valores, incluidas las acciones cotizadas) ascendían a 15.526 mm de euros (250% del PIB) a mediados del 2000. Los valores, incluidas las acciones cotizadas, suponían más de la mitad de las fuentes de financiación de los sectores no financieros, y los préstamos, alrededor del 45%. La mayor parte de la financiación (casi el 90% de los activos) tenía vencimiento superior a un año.

Principales activos y pasivos financieros de los sectores no financieros

Gráfico 2.5



Cuadro 2.4**Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a mediados del año 2000 ¹⁾**

(saldos vivos)

Algunos activos financieros	mm de euros	%
Total	14.535	100,0
Efectivo y depósitos	4.897	33,7
Efectivo	341	2,3
Depósitos en:	4.556	31,3
IFM de la zona del euro	4.405	30,3
Entidades distintas de IFM	150	1,0
Valores distintos de acciones	1.592	11,0
A corto plazo	161	1,1
A largo plazo	1.432	9,8
Acciones ²⁾	4.908	33,8
Acciones cotizadas	2.952	20,3
Participaciones en fondos de inversión de las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	1.956	13,5
	221	1,5
Reservas técnicas de seguro	3.138	21,6
Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	2.829	19,5
Reservas para primas y reservas para siniestros	309	2,1

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Cuadro 2.4

Algunos pasivos	mm de euros	%
Total	15.526	100,0
Préstamos	6.951	44,8
a) Concedidos por:		
IFM de la zona del euro	6.261	40,3
Otros intermediarios financieros	690	4,4
b) Concedidos a:		
Administraciones Públicas	885	5,7
a corto plazo	42	0,3
a largo plazo	844	5,4
Sociedades no financieras	2.994	19,3
a corto plazo	1.088	7,0
a largo plazo	1.905	12,3
Hogares ³⁾	3.072	19,8
a corto plazo	274	1,8
a largo plazo	2.798	18,0
Valores distintos de acciones	4.003	25,8
Administraciones Públicas	3.600	23,2
a corto plazo	425	2,7
a largo plazo	3.175	20,4
Sociedades no financieras	403	2,6
a corto plazo	91	0,6
a largo plazo	312	2,0
Acciones cotizadas		
Emitidas por sociedades no financieras	4.157	26,8
Depósitos		
Pasivos de la Administración Central	148	1,0
Reservas de fondos de pensiones		
De sociedades no financieras	267	1,7

Recuadro 2.2

Mercados financieros: términos clave

Los mercados financieros pueden clasificarse según diversos criterios, que muestran las distintas características esenciales de estos mercados. Una posible clasificación contempla si la operación financiera se refiere a la primera compra de la emisión o a la negociación posterior entre los tenedores de los valores (**mercados primarios o secundarios**). A su vez, existen dos clases de mercados secundarios: el organizado, en el que compradores y vendedores se encuentran en un lugar central para llevar a cabo las operaciones (**mercados bursátiles**), y el **mercado no organizado (OTC)**, aquél en el que los intermediarios están situados en distintos lugares, dispuestos a comprar y vender valores de forma no organizada a todo aquel dispuesto a aceptar sus precios.

Otra clasificación es la relativa al vencimiento original del contrato financiero. Por lo general, se efectúa una distinción entre el vencimiento inferior o superior a un año (**mercados monetarios o de capitales**). El mercado monetario difiere ligeramente de los demás mercados financieros en que suele ser un mercado interbancario mayorista con operaciones de gran volumen. Además, el Eurosistema, a través de sus operaciones de política monetaria, puede influir en las condiciones de este mercado (véase capítulo 4). El BCE tiene el monopolio de emitir liquidez y, por lo tanto, puede fijar las condiciones de financiación a las entidades de crédito de la

zona del euro. Esto influye, a su vez, en las condiciones a las que las entidades de crédito y otros participantes en el mercado de dinero operan en el mercado monetario de la zona del euro.

Una última clasificación ampliamente utilizada se refiere a la forma del instrumento financiero (**mercado de renta variable o de renta fija**). La principal distinción entre renta variable y renta fija es que la renta variable no tiene que reembolsarse, mientras que la renta fija es un pasivo financiero que, habitualmente, hay que reembolsar (en importes específicos a un determinado tipo de interés).

Por último, los **derivados** son contratos financieros, cuyo valor se obtiene a partir del precio del activo subyacente, los tipos de interés, los tipos de cambio, los índices bursátiles o los precios de las materias primas. Los derivados básicos son los futuros, las opciones, los *swaps* y los acuerdos sobre tipos de interés futuros. Por ejemplo, el tenedor de una opción de compra (de venta) tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar (vender) un instrumento financiero (v.g. un bono o una acción) a un precio dado en una fecha futura. Combinando estas categorías se han desarrollado muchos otros productos derivados. Los mercados de derivados son fundamentales para el funcionamiento de los mercados financieros, porque mejoran la valoración y la asignación de los riesgos financieros.

2.6 Mercados financieros

En esta sección, se describen las principales características de los mercados monetario, de renta fija y de renta variable de la zona del euro. En el recuadro 2.2 se definen algunos términos básicos relacionados con los mercados financieros.

Mercado monetario

El mercado monetario desempeña un papel crucial en la transmisión de las decisiones de política monetaria, pues es el mercado que se ve afectado en primer lugar por cambios en los instrumentos de esta política (véase capítulo 4). Un mercado monetario desarrollado e integrado es requisito imprescindible para una política monetaria eficiente, en la medida en que asegura la homogeneidad de la distribución de la liquidez del banco central y del nivel de los tipos de interés a corto plazo en toda la zona de la moneda única. En la zona del euro, de forma casi inmediata tras el inicio

Integración del
mercado monetario

de la tercera fase de la UEM, los mercados monetarios nacionales se integraron con éxito en un único mercado monetario eficiente.

A la rápida integración del mercado monetario de la zona del euro ha contribuido también la evolución de la infraestructura de los sistemas de pago, sobre todo la creación del sistema TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real), que permite el funcionamiento fluido de la liquidación de los pagos transfronterizos. El sistema TARGET conecta entre sí los sistemas de liquidación bruta en tiempo real en euros de los BCN de la UE y el mecanismo de pagos del BCE. La dirección, la gestión y el control de TARGET son competencia del Consejo de Gobierno del BCE.

El mercado monetario de la zona del euro comprende varios segmentos al contado. El más importante de todos ellos es el mercado de operaciones sin garantías, que se dedica, principalmente, a gestionar las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, por lo que, las operaciones sin garantías se concentran especialmente en el vencimiento a un día. Para este mercado existen dos tipos de interés de referencia importantes: el EONIA (índice medio del tipo de interés del euro a un día) y el EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro), que proporcionan referencias de precios uniformes para los vencimientos comprendidos entre un día y un año.

Los otros dos principales segmentos al contado del mercado monetario son el mercado de *repos* y el mercado de *swaps* de divisas. Estos mercados se conocen como mercados con garantías, ya que los préstamos se otorgan frente a activos que actúan como garantía. La importancia del mercado de *repos* varía de un país a otro dentro de la zona del euro, debido al hecho de que los activos de garantía siguen estando un tanto fragmentados en los distintos países. Las operaciones *repo* se concentran, principalmente, en los vencimientos con plazo de hasta un mes. Las operaciones de *swaps* de divisas suelen realizarse con vencimientos superiores a los tres meses.

Además de los segmentos al contado antes mencionados, el mercado monetario de la zona del euro incluye también segmentos de derivados financieros. Los mercados de *swaps* de tipos de interés y los mercados de futuros son los mercados de derivados más importantes. Los instrumentos que más se negocian en estos mercados son los *swaps* del EONIA y los futuros sobre el EURIBOR.

Examinando la evolución de los diferentes segmentos del mercado monetario de la zona del euro, se observa que el mercado sin garantías ha sido el que más rápidamente se ha desarrollado, en la medida en que tiene un alto grado de actividad y de liquidez. Las transacciones sin garantías supusieron alrededor de la mitad del volumen total de operaciones del mercado al contado de la zona del euro en el año 2000. El mercado de *repos* representó, aproximadamente, un tercio de ese total, registrando así un avance considerable en los años 1999 y 2000, debido en parte al fuerte incremento de las operaciones *repo* transfronterizas. No obstante, a finales del año 2000 este mercado aún no se había desarrollado plenamente por diversos factores técnicos, como diferencias en la legislación, la documentación y las tradiciones de los distintos países. Entre los segmentos de derivados, el de más rápido desarrollo ha sido el mercado de *swaps* del EONIA, que es sumamente activo, profundo y líquido, y no tiene parangón fuera de la zona del euro.

Función de los sistemas de pago

Segmentos sin garantías del mercado monetario

Segmentos con garantías del mercado monetario

Mercados de derivados

Evolución del mercado monetario en los años 1999 y 2000

Cuadro 2.5**Saldos vivos de los valores distintos de acciones a corto plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro**

(a fin de año, en mm de euros, y en porcentaje del PIB entre corchetes)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	469,3 [10,7]	606,1 [11,4]	532,7 [9,1]	585,5 [9,6]	579,0 [9,0]
<i>del cual, emitido por:</i>					
IFM	99,6 [2,3]	167,7 [3,2]	165,0 [2,8]	249,3 [4,1]	244,0 [3,8]
Instituciones financieras no monetarias	4,2 [0,1]	9,6 [0,2]	8,9 [0,2]	6,0 [0,1]	4,5 [0,1]
Sociedades no financieras	44,4 [1,0]	33,7 [0,6]	46,3 [0,8]	66,8 [1,1]	87,0 [1,4]
Sector público	321,1 [7,3]	395,0 [7,4]	312,5 [5,3]	263,3 [4,3]	244,3 [3,8]

Fuente: BCE.

 Mercados de renta fija

La importancia relativa de los valores de renta fija a corto plazo es menor...

... que la de los valores de renta fija a largo plazo

El mercado monetario, en un sentido más amplio, incluye también el mercado de valores a corto plazo. El saldo vivo de este tipo de valores emitido por residentes en la zona del euro ascendía a casi el 10% del PIB a finales del año 2000, es decir, prácticamente el mismo porcentaje que en 1990 (véase cuadro 2.5). No obstante, la importancia relativa de los emisores sí varió a lo largo de los años noventa. En 1990, el principal emisor era el sector público (7,3% del PIB). En el 2000, el sector privado, sobre todo las IFM, era el que mantenía un mayor saldo de emisiones de renta fija con respecto al PIB, un 5,3% frente al 3,8% correspondiente al sector público.

Todavía más importantes son las emisiones de valores de renta fija a largo plazo denominados en euros realizadas por residentes en la zona. El saldo vivo de este tipo de valores equivalía al 92% del PIB a finales del año 2000, frente al 52% del PIB registrado a finales de 1990 (véase cuadro 2.6). El sector público (la

Cuadro 2.6**Saldos vivos de los valores distintos de acciones a largo plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro**

(a fin de año, en mm de euros, y en porcentaje del PIB entre corchetes)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	2.303,7 [52,4]	4.127,7 [77,7]	5.093,3 [86,8]	5.536,6 [90,5]	5.897,1 [91,7]
<i>del cual, emitido por:</i>					
IFM	960,7 [21,8]	1.467,1 [27,6]	1.849,6 [31,5]	2.014,4 [32,9]	2.175,7 [33,8]
Instituciones financieras no monetarias	52,8 [1,2]	83,2 [1,6]	122,6 [2,1]	194,8 [3,2]	251,3 [3,9]
Sociedades no financieras	151,5 [3,4]	223,7 [4,2]	225,1 [3,8]	252,0 [4,1]	287,6 [4,5]
Sector público	1.138,7 [25,9]	2.353,6 [44,3]	2.896,1 [49,3]	3.075,8 [50,3]	3.182,4 [49,5]

Fuente: BCE.

Saldos vivos de los valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000

(en porcentaje del PIB)

Cuadro 2.7

	Total	Emitido por instituciones financieras	Emitido por sociedades no financieras	Emitido por las Admin. Públicas
Zona del euro	100,7	41,5	5,9	53,3
Estados Unidos ¹⁾	146,9	85,7	24,6	38,7
Japón	126,5	16,1	16,0	96,0

Fuentes: BCE y BPI.

1) Los valores con garantía del Estado, como los emitidos por las sociedades patrocinadas por el Estado o por los fondos de titulización hipotecaria de carácter federal, que ascendían al 43,6% del PIB a finales del año 2000, se clasifican como emitidos por instituciones financieras.

Administración Central y otras Administraciones Públicas) es el principal emisor de valores de renta fija en euros, con un saldo vivo que ascendía, a finales del 2000, a casi el 50% del PIB. El segundo grupo emisor en orden de importancia, por lo que al saldo vivo se refiere, era el sector de las IFM (con un 34% del PIB en el 2000). Por su parte, el saldo vivo emitido por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias se cifraba en torno al 8% del PIB, mostrando un aumento relativamente rápido desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

La financiación mediante valores de renta fija es menor en la zona del euro que en Estados Unidos y Japón. Los saldos vivos a finales del 2000 ascendían al 101% del PIB en la zona del euro, en comparación con un 147% y un 127% del PIB en Estados Unidos y Japón, respectivamente (véase cuadro 2.7). Por lo que respecta al sector de sociedades no financieras, el saldo vivo de este tipo de valores emitidos en la zona del euro era equivalente al 6% del PIB a finales del año 2000, mientras que en Estados Unidos y Japón ascendía al 25% del PIB y al 16% del PIB, respectivamente.

Pese al notable crecimiento del mercado de valores de renta fija de la zona del euro, algunos de sus segmentos, como los relativos a los valores con baja calificación o sin calificación alguna, siguen estando relativamente poco desarrollados. En comparación con Estados Unidos, pocas sociedades de la zona del euro recibieron calificaciones crediticias en el año 2000, lo que limitó su acceso al mercado de renta fija privada.

Mercado de renta variable

Por lo que respecta al mercado de renta variable, un indicador que se utiliza habitualmente para medir su importancia es la capitalización bursátil de los valores negociados en relación con el PIB. En el caso de la zona del euro, dicha capitalización aumentó del 21% del PIB a finales de 1990 al 93% del PIB a finales del 2000 (véase cuadro 2.8). En cualquier caso, siguió siendo

La financiación mediante valores de renta fija es menor en la zona del euro que en Estados Unidos

Algunos segmentos del mercado de renta fija de la zona del euro están poco desarrollados

La capitalización bursátil está aumentando en la zona del euro, aunque es menor que en Estados Unidos

Cuadro 2.8**Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón**

(a fin de año y en porcentaje del PIB)

	1990	1995	1998	1999	2000
Zona del euro	21	29	61	90	93
Estados Unidos	54	94	145	180	153
Japón	87	72	56	91	68

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores.

mucho menor que en Estados Unidos, y la brecha entre este país y la zona del euro, en lo que a capitalización bursátil con respecto al PIB se refiere, se amplió, pasando de unos 30 puntos porcentuales en 1990 a 60 puntos porcentuales en el año 2000. Por el contrario, en Japón la capitalización bursátil se redujo del 87% del PIB en 1990 al 68% del PIB en el 2000. Cabe señalar que la evolución de las cotizaciones bursátiles afectó significativamente a estos porcentajes.

Aumenta el número de sociedades cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro

Otro indicio de la importancia del mercado de renta variable lo proporcionan las estadísticas sobre el número de sociedades cotizadas. En la zona del euro, dicho número se incrementó de 4.276, a finales de 1990, a 6.112, a finales del 2000 (véase cuadro 2.9). En comparación, el número de sociedades cotizadas en Estados Unidos y Japón al final del año 2000 era de 7.657 y 2.096, respectivamente.

Creciente integración de los mercados bursátiles de la zona del euro

Otra diferencia entre los mercados de renta variable de la zona del euro y los de Estados Unidos y Japón es que, en estos dos países, la negociación se concentra en una o dos Bolsas, mientras que en la zona del euro existen una o varias Bolsas en cada país. Desde la introducción del euro se han puesto en marcha muchas iniciativas para formar alianzas o fusionar las actividades de los mercados bursátiles de cada uno de los países de la zona. Los participantes en dichos mercados también parecen estar tomando cada vez más en consideración los factores económicos comunes a la zona del euro en su conjunto. Un indicio claro de la creciente integración de los mercados bursátiles de la zona es la elaboración de una serie de índices bursátiles para toda la zona, tales como el índice Dow Jones EURO STOXX.

Cuadro 2.9**Número de sociedades nacionales y extranjeras cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón**

(a fin de año)

	1990	1995	1998	1999	2000
Zona del euro	4.276	3.756	4.775	5.453	6.112
Estados Unidos	6.765	7.369	7.750	7.429	7.657
Japón	1.752	1.865	1.890	1.935	2.096

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores.

2.7 Intermediarios financieros

Entidades de crédito y otras Instituciones Financieras Monetarias (IFM)

Los principales intermediarios financieros de la zona del euro son las entidades de crédito, definidas claramente en dos Directivas sobre coordinación bancaria¹, y sujetas a normas de supervisión comunes para toda la UE. Las entidades de crédito son las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria de los bancos centrales (véase capítulo 4). Por el hecho de conceder créditos a los hogares y a las empresas, entre otras cosas en base al crédito recibido del banco central, estas entidades resultan cruciales para la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía (véase sección 3.2). El término «Institución Financiera Monetaria» se creó porque cada vez es mayor el número de entidades no crediticias, sobre todo fondos del mercado monetario², que realizan actividades y ofrecen productos que tradicionalmente eran de exclusiva competencia de las entidades de crédito.

A finales del 2000, las entidades de crédito constituían el 82% del total de las IFM de la zona del euro (véase cuadro 2.10). Los fondos del mercado monetario ocupaban el segundo lugar. A finales del ese año, había 9.096 IFM en la zona del euro. Esta cifra refleja el gran número de cajas de ahorro y de cooperativas de crédito —con frecuencia solo de ámbito local— y de entidades de crédito especializadas existentes en los distintos países. El número de IFM se redujo notablemente entre los años 1998 y 2000, como consecuencia del proceso de concentración que estaba produciéndose en el sector bancario europeo. La tendencia a la concentración en el sector de entidades de crédito es una respuesta a la cambiante situación del mercado, impulsada por una serie de factores tales como el desarrollo tecnológico, la desregulación, la liberalización y la globalización. Probablemente, la introducción del euro ha estimulado todos estos factores en la medida en que ha creado una mayor transparencia que traspasa las fronteras nacionales.

Definición de entidades de crédito y de IFM

Desciende el número de IFM por la concentración financiera

- 1 Se entiende por «entidad de crédito» toda entidad que se ajuste a la definición incluida en las Directivas 77/780/CEE, de 12 de diciembre de 1977, y 89/646/CEE, de 30 de diciembre de 1989, sobre coordinación bancaria, es decir, «una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia».
- 2 Los fondos del mercado monetario se definen como instituciones de inversión colectiva cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario y/o en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual igual o inferior a un año, y/o en depósitos bancarios, y/o que ofrecen de rentabilidad cercana a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro

(a fin de año)

Cuadro 2.10

	1998	1999	2000
Entidades de crédito	8.320	7.898	7.476
Fondos del mercado monetario	1.516	1.526	1.600
Bancos centrales y otras entidades	20	20	20
Total IFM	9.856	9.444	9.096

Fuente: BCE.

Recuadro 2.3

Agregados monetarios

El punto de partida para la definición de los agregados monetarios de la zona del euro es el balance consolidado del sector IFM. En general, la definición adecuada de un agregado monetario depende, en gran medida, del propósito para el que se selecciona. Puesto que muchos activos financieros son sustituibles y que la naturaleza y las características de los activos financieros, de las operaciones y de los medios de pago cambian en el tiempo, no siempre resulta claro cómo habría que definir el dinero ni qué activos financieros deben incluirse en una determinada definición de dinero. Por estas razones, los bancos centrales suelen definir y analizar varios agregados monetarios.

Los agregados monetarios de la zona del euro utilizados por el BCE se basan en una definición armonizada no solo de los sectores emisor y tenedor de dinero, sino también de los pasivos de las IFM. El sector emisor de dinero comprende las IFM residentes en la zona del euro. El sector tenedor de dinero incluye todos los agentes que no son IFM y que residen en la zona del euro, excluida la Administración Central. Aunque el sector emisor de dinero no comprende la Administración Central, sus

pasivos de carácter monetario se incluyen como partida especial en la definición de los agregados monetarios debido a su alto grado de liquidez.

Basándose en consideraciones conceptuales y en estudios empíricos, y de acuerdo con la práctica internacional, el Eurosistema ha definido un agregado estrecho (M1), un agregado «intermedio» (M2) y un agregado amplio (M3). Estos agregados difieren respecto al grado de liquidez de los activos que incluyen. El cuadro 2.11 presenta las definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro.

M1 comprende el efectivo, es decir, los billetes y monedas, así como los saldos que pueden convertirse inmediatamente en dinero o que pueden utilizarse para pagos que no se hacen en efectivo, como los depósitos a la vista.

M2 incluye M1 y, además, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. Ambos depósitos pueden convertirse en componentes del agregado estrecho, pero con algunas restricciones, como la necesidad de notificación previa, penalizaciones y comisiones.

Cuadro 2.11

Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro

Pasivos ¹⁾	M1	M2	M3
Efectivo en circulación	X	X	X
Depósitos a la vista	X	X	X
Depósitos a plazo hasta dos años		X	X
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses		X	X
Cesiones temporales			X
Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario			X
Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años			X

¹⁾ Pasivos del sector emisor de dinero y pasivos de la Administración Central de carácter monetario en manos del sector tenedor de dinero.

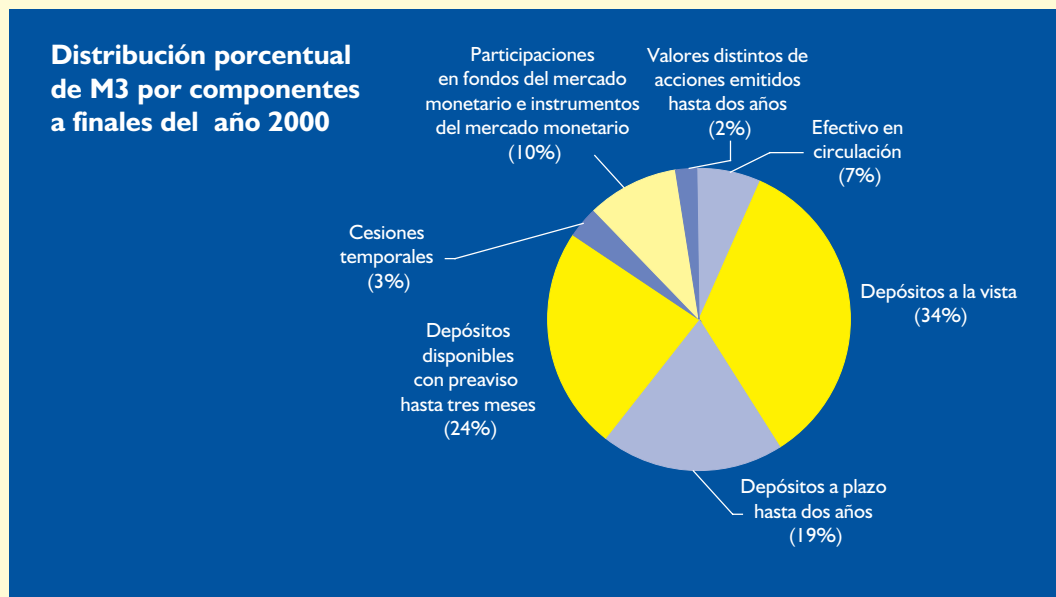
M3 comprende M2 y valores negociables emitidos por el sector de IFM residentes, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años. Debido a su alto grado de liquidez y certidumbre en cuanto a sus precios, estos instrumentos son sustitutos próximos de los depósitos. Como resultado de la inclusión de estos instrumentos en M3, el agregado monetario amplio se ve menos afectado por la sustitución entre las distintas categorías de activos líquidos que las definiciones más estrechas del dinero, y es más estable (véase también capítulo 3).

Los activos líquidos denominados en divisas en poder de los residentes en la zona del euro pueden ser sustitutos próximos de los activos

denominados en euros. Por consiguiente, los agregados monetarios incluyen dichos activos, siempre que estos se mantengan en IFM radicadas en la zona del euro.

El gráfico 2.6 muestra la distribución porcentual de M3 por componentes en diciembre del 2000. Los depósitos a la vista representan el porcentaje mayor, un 34%. La participación de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses es del 24%, y la de los depósitos a plazo hasta dos años, del 19%. El porcentaje correspondiente a las participaciones en fondos y a los instrumentos del mercado monetario es del 10%, y el del efectivo en circulación, del 7%. Por último, las cesiones temporales y los valores distintos de acciones hasta dos años representan el 3% y el 2% de M3, respectivamente.

Gráfico 2.6

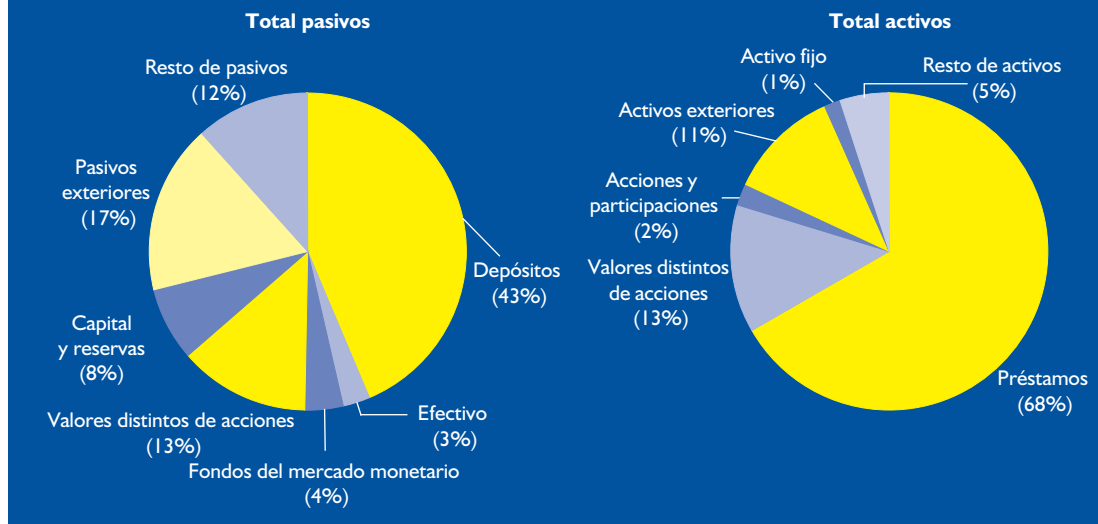


Fuente: BCE.

Gráfico 2.7

Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales del año 2000

(Distribución porcentual en el balance total)



Fuente: BCE.

Balance agregado y consolidado de las IFM

Depósitos y préstamos son las partidas más importantes del balance de las IFM

El BCE y los BCN recopilan estadísticas mensuales y trimestrales de las IFM de la zona del euro y elaboran un balance agregado y consolidado para el conjunto de la zona. El balance agregado del sector de las IFM es la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Este balance presenta información sobre la posición bruta de las IFM, e incluye las actividades transfronterizas entre ellas, tanto dentro de la zona del euro como frente al resto del mundo. Dicha información resulta útil para evaluar la integración de los sistemas financieros y la importancia del mercado interbancario. El balance consolidado, que se obtiene compensando las posiciones entre las IFM de la zona del euro que figuran en el balance agregado proporciona la base para el análisis periódico de la evolución monetaria y crediticia en la zona del euro, incluidos los agregados monetarios (véase recuadro 2.3).

El gráfico 2.7 muestra la composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema, al final del año 2000. Los depósitos representaban el 43% de los pasivos totales, mientras que otras partidas importantes del pasivo, como los pasivos exteriores y los valores distintos de acciones, ascendían al 17% y al 13%, respectivamente, de los pasivos totales de las IFM. Los préstamos constituían el porcentaje más alto de los activos totales (68% al final del 2000). Los valores distintos de acciones y participaciones sumaban el 15% de los activos totales de las IFM.

Los depósitos bancarios de la zona del euro ascendían al 79% del PIB al final del año 2000 (véase cuadro 2.12), cifra superior a la registrada en Estados Unidos

Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2000

(en porcentaje del PIB)

Cuadro 2.12

	Depósitos bancarios	Préstamos bancarios	Préstamos bancarios a sociedades no financieras
Zona del euro	79,1	107,7	41,8
Estados Unidos	37,6	50,8	38,2
Japón	110,7	103,8	72,8

Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

(38% del PIB) e inferior a la de Japón (111% del PIB). Al mismo tiempo, los préstamos bancarios se cifraban en un 108% del PIB en la zona del euro, mientras que Estados Unidos y Japón registraban porcentajes del 51% y 104%, respectivamente. Por otra parte, los préstamos bancarios a las sociedades no financieras se situaba en torno al 40% del PIB a finales del año 2000, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, mientras que en Japón ascendía al 73% del PIB.

Otros intermediarios financieros

La financiación indirecta de los sectores público y privado no procede solo de las IFM, sino también de otros intermediarios financieros como las empresas de seguros y los fondos de pensiones, los auxiliares financieros³, los fondos de inversión, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros y las instituciones financieras que participan en operaciones de préstamo. Una de las principales diferencias, en comparación con las entidades de crédito, es la ausencia de depósitos dentro de los pasivos de sus balances. Las estimaciones disponibles indican que estos otros intermediarios financieros desarrollaron una actividad creciente en la década de los noventa, pero que aún desempeñan una función menor en comparación con las IFM. A finales de 1999, los activos de las empresas de seguros, los fondos de inversión y los fondos de pensiones de la zona del euro equivalían al 41% del PIB, mientras que los activos de las IFM ascendían al 253% del PIB. No obstante, los activos totales de estos otros intermediarios financieros de la zona del euro han aumentado sustancialmente.

³ Los auxiliares financieros están formados por todas las sociedades y cuasisociedades financieras que se dedican, principalmente a actividades auxiliares de intermediación financiera, es decir, a actividades estrechamente vinculadas con la intermediación financiera, pero que no forman parte de ella, por ejemplo, agentes de seguros, agentes de préstamos y sociedades de colocación de valores.

Depósitos y préstamos bancarios de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

Los intermediarios no incluidos en IFM siguen desempeñando una función menor

3 Estrategia de política monetaria del BCE

En este capítulo se describe la estrategia de política monetaria del BCE, es decir, el enfoque general adoptado por esta institución para alcanzar su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. La primera sección se centra en dicho objetivo. En la sección 3.2 se resumen algunos rasgos característicos del mecanismo de transmisión de la política monetaria y lo que ello implica para la ejecución de dicha política. La estrategia se explica con más detalle en la sección 3.3, mientras que en la última sección se analiza la función de comunicación de la estrategia del BCE.

3.1 Estabilidad de precios: objetivo fundamental de la política monetaria única

Ventajas de la estabilidad de precios

El objetivo primordial del BCE, y de la política monetaria única de la cual es responsable, se define en el Tratado como el mantenimiento de la estabilidad de precios (véase capítulo 1). El Tratado tiene buenas razones para asignar este objetivo al BCE. Décadas de experiencia práctica y un gran número de estudios económicos permiten pensar que la política monetaria será el factor que más contribuirá a mejorar las perspectivas económicas y a elevar el nivel de vida de los ciudadanos al mantener la estabilidad de precios de forma duradera. Varias son las formas en las que la estabilidad de precios —en el sentido de evitar tanto una inflación como una deflación prolongadas— contribuye a alcanzar altos niveles de actividad económica y de empleo.

En primer lugar, la estabilidad de precios permite que las variaciones de los precios relativos sean más fáciles de observar, dado que no quedan enmascaradas por las fluctuaciones del nivel general de precios. Como resultado, las empresas y los consumidores pueden tomar sus decisiones en materia de consumo e inversión con más información, permitiendo así que el mercado asigne los recursos de manera más eficiente. La estabilidad de precios, al ayudar al mercado a orientar los recursos hacia los usos más productivos, eleva el potencial de producción de la economía.

En segundo lugar, ante la garantía de que la estabilidad de precios se mantendrá en el futuro, los inversores no exigirán una «prima de riesgo de inflación» que les compense de los riesgos asociados a mantener activos a plazos largos. Al reducir esas primas de riesgo en el tipo de interés real, la política monetaria puede contribuir a la eficiencia en la asignación de los recursos del mercado de capitales y ofrecer incentivos para invertir, lo que, a su vez, estimula el crecimiento económico.

En tercer lugar, si la estabilidad de precios se mantiene de forma creíble, hay menos probabilidades de que los individuos y las empresas desvíen recursos de usos productivos para protegerse de la inflación. Por ejemplo, en un entorno de altas tasas de inflación, existe un incentivo para acumular bienes reales, dado que mantienen su valor más que el dinero o cualquier activo financiero. Ahora bien, acumular bienes de este tipo no es una decisión de inversión eficiente y, por lo tanto, obstaculiza el crecimiento económico.

En cuarto lugar, los sistemas tributarios y de bienestar social pueden crear incentivos perversos que distorsionan el comportamiento económico. En la

La estabilidad de precios favorece un aumento del nivel de vida al contribuir a ...

... fomentar la transparencia de los precios relativos, ...

... reducir las primas de riesgo de inflación en los tipos de interés, ...

... evitar las actividades de cobertura innecesarias, ...

... reducir las distorsiones de los

sistemas
tributarios...

... e impedir
redistribuciones
arbitrarias de la
riqueza.

El BCE ha definido la
estabilidad de precios
en términos
cuantitativos.

La estabilidad de
precios ha de
mantenerse en el
medio plazo.

Esta definición
fomenta la
transparencia, facilita
la rendición de
cuentas y estabiliza
las expectativas de
inflación.

mayoría de los casos, la inflación o la deflación exagera esas distorsiones, y la estabilidad de precios elimina los costes reales que estas producen.

En quinto lugar, el mantenimiento de la estabilidad de precios evita la considerable y arbitraria redistribución de la riqueza y de la renta que se produce en entornos inflacionistas y deflacionistas. Por consiguiente, un entorno de precios estables ayuda a mantener la cohesión y la estabilidad social. Como se ha demostrado varias veces a lo largo del Siglo XX, las altas tasas de inflación o de deflación son, con frecuencia, fuentes de inestabilidad social y política.

A juzgar por todos estos argumentos, un banco central que mantiene la estabilidad de precios contribuye notablemente a la consecución de objetivos económicos más amplios, como niveles de vida y de actividad económica más altos y mejores perspectivas de empleo. Esta conclusión queda corroborada por la evidencia de que, en una amplia gama de países, metodologías y periodos, las economías que registran tasas de inflación más bajas parecen crecer, por término medio, más rápidamente en cifras reales a largo plazo.

Definición de estabilidad de precios según el BCE

Pese a establecer como objetivo primordial del BCE el mantenimiento de la estabilidad de precios, el Tratado no ofrece una definición precisa de lo que se entiende como tal. Para determinar este objetivo con mayor precisión, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la siguiente definición cuantitativa en 1998: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%»¹.

Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno afirmó también que la estabilidad de precios «ha de mantenerse en el medio plazo», lo que refleja el consenso en que la política monetaria no puede acomodarse a la evolución de los precios o de la inflación en horizontes temporales cortos, de unas pocas semanas o meses. Los cambios de política monetaria solo afectan a los precios con un desfase temporal, y la magnitud del impacto final es incierta (véase sección 3.2). Esto significa que la política monetaria no puede contrarrestar todas las perturbaciones imprevistas que afecten al nivel de precios. Por consiguiente, es inevitable que la inflación registre cierta volatilidad a corto plazo.

El Consejo de Gobierno anunció una definición cuantitativa de estabilidad de precios por varias razones. En primer lugar, la definición del objetivo asignado por el Tratado ayuda a comprender mejor el marco de la política monetaria, haciéndola más transparente. En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios proporciona una referencia que permite al público exigir responsabilidades al BCE. Pueden identificarse las desviaciones de la evolución de los precios con respecto a los niveles de estabilidad y exigirse al BCE una explicación cuando estas desviaciones sean duraderas y sobre la forma en que se restablecerá la estabilidad dentro de un plazo aceptable. Por último, la definición tiene por objeto orientar las expectativas respecto a la evolución futura de los precios. El compromiso fundamental del BCE de mantener la estabilidad de precios debe ser una buena razón para que tanto el público como los mercados financieros

¹ Véase nota de prensa del BCE, de fecha 13 de octubre de 1998, titulada «Una política monetaria orientada hacia la estabilidad para el SEBC».

esperen que, a medio plazo, la inflación se mantendrá dentro de una gama de valores considerados compatibles con dicha estabilidad. El hecho de estabilizar las expectativas de inflación a plazo más largo debería contribuir a evitar que las empresas, los sindicatos y los agentes que participan en el proceso de fijación de precios y salarios incorporen a sus decisiones tasas de inflación más altas, lo que, a su vez, dificultaría el mantenimiento de la estabilidad de precios. Por lo tanto, la definición de estabilidad de precios redundaría en una mayor credibilidad y aumenta la eficacia de la política monetaria única.

La definición de estabilidad de precios contiene varias características dignas de mención:

En primer lugar, la definición no es compatible con una inflación ni con una deflación prolongadas. La expresión «inferior al 2%» define con claridad el límite superior de la tasa de inflación, medida por el IAPC, que se considera compatible con la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el uso del término «incremento» en la definición indica que la deflación, es decir, los descensos del nivel del IAPC, es incompatible con dicha estabilidad.

En segundo lugar, se menciona un índice de precios concreto —el IAPC de la zona del euro— que es el que debe utilizarse para determinar si se ha alcanzado y mantenido la estabilidad. Este índice se ha armonizado en todos los países de la zona del euro y su uso es compatible con la habitual atención del público a los precios de consumo. El IACP abarca una amplia gama de gastos de consumo (véase recuadro 3.1).

En tercer lugar, la definición reconoce implícitamente la posible existencia de imperfecciones en la medición del nivel de precios cuando se aplica el IAPC. En varios estudios económicos se han detectado sesgos en la medición de los índices de precios de consumo (IPC), que tienen su origen, principalmente, en cambios en los patrones de gasto y en mejoras de calidad de los bienes y servicios incluidos en la cesta que se utiliza para definir un índice concreto. No siempre es posible corregir totalmente dichos sesgos en la construcción de los índices de precios de consumo. Normalmente, los IPC sobreestiman ligeramente la verdadera tasa de inflación. El IAPC de la zona del euro es un concepto relativamente nuevo para el que no existen series históricas de gran longitud. Como todavía no hay pruebas concluyentes de la magnitud de un posible sesgo en el IAPC, Eurostat —el órgano de la Comisión Europea responsable de estas estadísticas de la UE— ha tratado de evitar dicho sesgo estableciendo normas estadísticas apropiadas para los respectivos institutos nacionales de estadística, como, por ejemplo, revisiones de las ponderaciones del gasto en el índice a intervalos de tiempo adecuados, o la inclusión de nuevos productos. La posible existencia de un pequeño sesgo de medición positivo en la inflación del IAPC y la incertidumbre con respecto a su magnitud explican por qué el BCE no estableció un valor concreto para el límite inferior de la definición. Al fijar un tope del 2%, el BCE deja un margen en el que caben todas las estimaciones plausibles del sesgo en cuestión.

En cuarto lugar, al establecer implícitamente que el sesgo de medición del IAPC es el límite inferior de la gama que se considera compatible con la estabilidad de precios, la definición del BCE permite solamente tasas positivas de inflación «verdadera» y crea así un «margen de seguridad» que ayuda a evitar las tasas

Características de la definición:

«Incrementos ... inferiores al 2%»

«IAPC»

Se tiene en cuenta un posible sesgo de medición

Margen de seguridad frente a la deflación

Recuadro 3.1

Construcción y características del IAPC

El Consejo de Gobierno ha definido la estabilidad de precios en términos del Índice Armonizado de Precios de Consumo de la zona del euro. La Comisión Europea (Eurostat) ha realizado el trabajo conceptual de armonización de los índices de precios de consumo nacionales, en estrecha colaboración con los institutos de estadística nacionales. Como principales usuarios, el Instituto Monetario Europeo (IME) y, posteriormente, el BCE han participado activamente en estos trabajos.

Eurostat publica datos del IAPC a partir de enero de 1995. Existen estimaciones de datos anteriores del IAPC general y de sus cinco componentes principales a partir de 1990, pero no son plenamente comparables con los datos del IAPC disponibles a partir de 1995. Cuatro de estos componentes se refieren a precios de bienes y, en el año 2001, representaron, en conjunto, el 61,9% del IAPC, mientras que el 38,1% correspondió a los servicios (véase cuadro 3.1). La desagregación del índice tiene como objetivo fundamental

distinguir los diferentes factores económicos que influyen en su comportamiento. Por ejemplo, la evolución del componente energético está estrechamente relacionada con la de los precios del petróleo. Por su parte, los precios de los alimentos se dividen en alimentos elaborados y no elaborados, porque los precios de estos últimos se ven influidos por factores estacionales y por las condiciones climatológicas en mayor medida que los de los alimentos elaborados.

Las medidas de armonización del IAPC adoptadas en los distintos países se ajustan a varios Reglamentos y Orientaciones de la Comunidad Europea acordados con los Estados miembros. Estas medidas se aplican, entre otros, a la cobertura del gasto de consumo, a las normas iniciales referentes a los procedimientos para el ajuste por calidades y a las normas comunes para el tratamiento de los nuevos bienes y servicios. Se ha aplicado el término «iniciales» a las normas anteriores porque está prevista una armonización adicional en diversos ámbitos. Por otro lado, se ha acordado una clasificación armonizada detallada de los subíndices, que permite una comparación coherente de la evolución de los precios en distintos subgrupos de gasto de consumo de la zona del euro. Se han establecido normas relativas a la frecuencia con la que deben revisarse las ponderaciones de las materias primas incluidas en los IAPC. En enero del 2000 y del 2001, se adoptaron importantes medidas hacia una mayor armonización, que mejoraban la comparabilidad de los métodos de cálculo del IAPC entre los diferentes países y ampliaban, asimismo, la cobertura del gasto de consumo. En el año 2001, el grupo de trabajo de estadística de Eurostat examinó la única rúbrica importante no incluida todavía en el índice, es decir, el tratamiento de los costes de las viviendas para los propietarios que las ocupan.

Cuadro 3.1
Ponderaciones de los principales componentes del IAPC en el 2001

Índice general	100
Precios de los bienes	61,9
Alimentos no elaborados	8,2
Alimentos elaborados	12,3
Bienes industriales	
no energéticos	32,1
Energía	9,5
Servicios	38,1

Fuente: Eurostat.

negativas. Evitar la deflación es importante porque, una vez que se produce, puede arraigarse y suponer una amenaza para la estabilidad financiera.

En quinto lugar, la estabilidad de precios se determina aplicando el IAPC de la zona del euro, pues las decisiones de la política monetaria única tienen por objeto alcanzar dicha estabilidad en el conjunto de la zona.

La definición de estabilidad de precios del BCE está en consonancia con las que utilizaba la mayoría de los BCN de la zona del euro antes de la transición a la Unión Monetaria. Además, al adoptar las orientaciones generales de política económica en julio de 1995, el Consejo de la UE (ECOFIN) indicó que la tasa máxima de inflación compatible con la estabilidad de precios sería un valor del 2%. Hay que hacer hincapié en que la definición del BCE tiene por objeto cuantificar, de forma duradera, el objetivo principal que persigue la política monetaria única.

3.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Dado que el Consejo de Gobierno es responsable de adoptar las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios, es esencial que el BCE formule una opinión sobre la forma en que la política monetaria afecta a la evolución del nivel de precios, teniendo en cuenta la situación de la economía. El proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular, se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Está demostrado que, desde el punto de vista tanto teórico como empírico, cualquier medida de política monetaria tarda bastante en afectar a la economía y que el impacto preciso es difícil de estimar. En otras palabras, el impacto de la política monetaria sobre los precios está sujeto a desfases largos, variables e inciertos.

Función y limitaciones de la política monetaria

A largo plazo, la política monetaria determina el valor nominal de los bienes y servicios, es decir, el nivel general de precios. Las fluctuaciones del nivel de precios indican cuánto ha variado con el tiempo el poder adquisitivo del dinero. Esta conclusión guarda relación con la afirmación —generalmente aceptada entre los economistas— de que la inflación es, en última instancia, un fenómeno de carácter monetario. En otras palabras, los períodos prolongados de crecimiento monetario se asocian normalmente con altas tasas de inflación. Esta relación se ha confirmado en un gran número de estudios económicos que abarcan varios períodos, países y conjuntos de datos. A este respecto, la «neutralidad» del dinero es un principio general en el que se basa el pensamiento económico convencional, que afirma que las variaciones de la oferta monetaria solo pueden, a largo plazo, tener un impacto en las variables nominales, pero no en las reales. Así, las variaciones de la oferta monetaria no tendrán efecto a largo plazo sobre el producto real, el empleo o los tipos de interés reales. La renta real viene determinada, a largo plazo, por factores provenientes del lado de la oferta, como la tecnología, el crecimiento demográfico, la flexibilidad de los mercados y la eficiencia del marco institucional de la economía. Por lo tanto, la política monetaria solo puede contribuir al crecimiento a largo plazo manteniendo la estabilidad de precios (véase sección 3.1). No obstante, las decisiones de política monetaria pueden influir en las variables reales a corto plazo.

Atención a la zona del euro en su conjunto

Cuantificación duradera del objetivo principal

Definición del mecanismo de transmisión

La inflación es, en última instancia, un fenómeno de carácter monetario

Funciones que asigna el Tratado

Estas características básicas de la transmisión de la política monetaria representan las limitaciones con las que cualquier banco central, incluido el BCE, tiene que actuar en la búsqueda de la estabilidad de precios. Los efectos de la política monetaria sobre la renta real y el nivel de precios se reflejan en la forma en que el Tratado ha asignado los objetivos y las funciones a las distintas autoridades responsables de la formulación de las políticas económicas. Como la política monetaria influye en el nivel de precios a medio plazo, la estabilidad de precios es un objetivo factible para la política monetaria única. Por el contrario, habría sido erróneo asignar a la política monetaria un objetivo de renta real o empleo, ya que dicha política tiene un margen de acción muy limitado para influir de forma duradera en las variables reales. De hecho, solo con la estabilidad de precios la política monetaria puede incidir positivamente en el crecimiento económico a largo plazo. Corresponde a las políticas fiscales y estructurales — aunque también a las que afectan al proceso de negociación salarial— aumentar el potencial de crecimiento de la economía.

El proceso de transmisión...

Canales de transmisión de la política monetaria

En la sección anterior se ha esbozado, en términos generales, el impacto de la política monetaria sobre algunas variables macroeconómicas fundamentales. No obstante, también es importante entender cómo ejerce la política monetaria estos efectos, puesto que existen varios canales de transmisión, que se presentan en forma esquemática y simplificada en el gráfico 3.1.

... comienza con una variación de los tipos de interés oficiales...

La (larga) cadena de causa y efecto que vincula las decisiones de política monetaria con el nivel de precios comienza con una variación de los tipos de interés del BCE. En concreto, de los tipos de las operaciones principales de financiación y de las facilidades permanentes (véase, en el capítulo 4, una descripción detallada de las operaciones de política monetaria del Eurosistema).

... que afecta a la situación del mercado monetario...

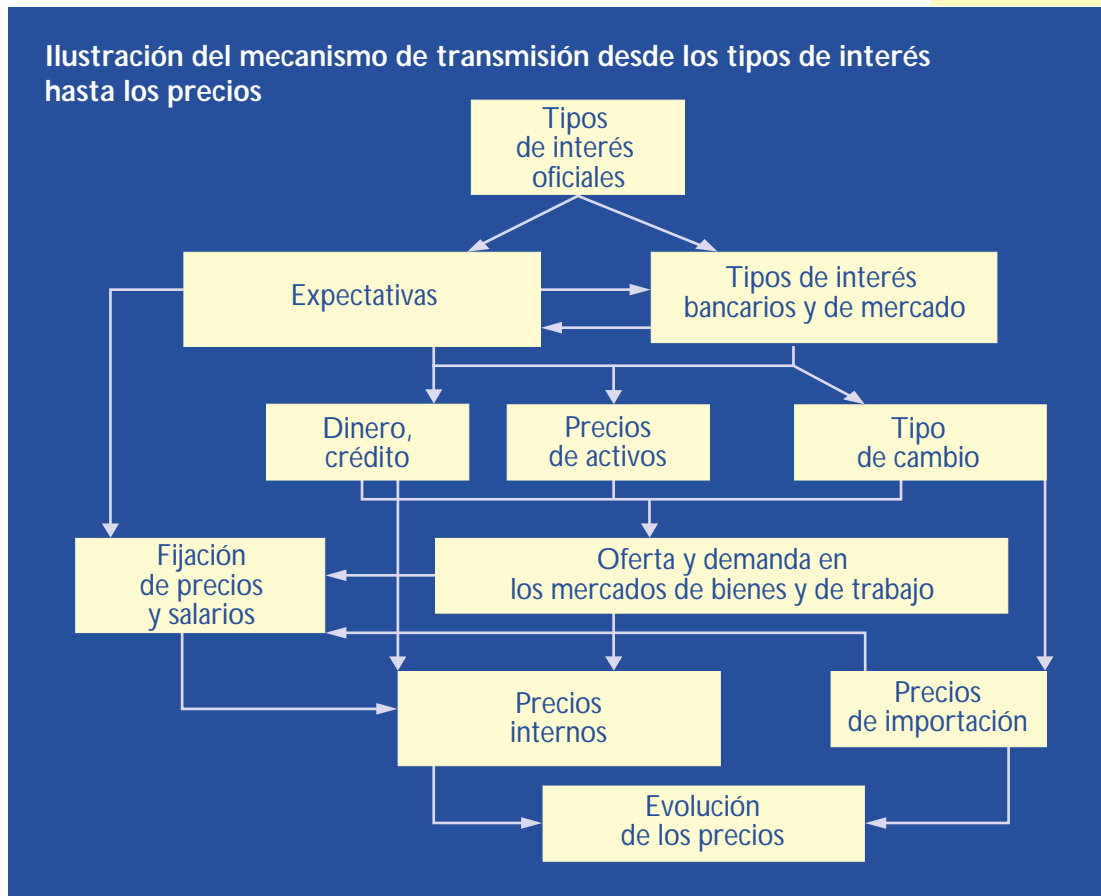
El sistema bancario demanda dinero emitido por el banco central, la denominada «base monetaria», para hacer frente a la demanda de efectivo en circulación, compensar saldos interbancarios y cumplir las exigencias de reservas mínimas que han de depositarse en el banco central. Dada su situación de monopolio en la creación de la base monetaria, el banco central puede ejercer una influencia dominante sobre las condiciones del mercado monetario y, por consiguiente, controlar los tipos de interés de dicho mercado. A su vez, las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario afectan a otros tipos de interés de mercado, aunque con distinta intensidad.

... e influye en las expectativas

El anuncio y la puesta en práctica de las decisiones de política monetaria pueden afectar a las expectativas sobre la senda futura de la política monetaria, y esto, a su vez, influye en los tipos de interés a plazo más largo, en las expectativas de inflación y en la fijación de precios y salarios, así como en los precios de los activos y en el tipo de cambio.

Como se indicó anteriormente, en el largo plazo, el nivel de la producción es independiente de la masa monetaria. Por lo tanto, un exceso de crecimiento monetario ha de traducirse, en última instancia, en inflación. Dicho en forma sencilla, si hay «mucho dinero en busca de muy pocos bienes», el nivel general de precios tendrá que aumentar porque los agentes privados querrán gastar

Ilustración del mecanismo de transmisión desde los tipos de interés hasta los precios



ese exceso en algún momento. Si bien esta afirmación describe, obviamente en forma muy sucinta y simplificada, el mecanismo de funcionamiento, también define la esencia de una visión de la transmisión de la política monetaria, en la que los intentos de los agentes económicos de reducir unas tenencias excesivas de dinero pueden dar lugar a una mayor demanda de bienes y, por ende, a una subida de los precios para lograr un equilibrio en los mercados. Las altas tasas de crecimiento monetario pueden influir también directamente en las expectativas de inflación y, por lo tanto, en la evolución de los precios. Análogamente, un crecimiento monetario bajo puede dar lugar a expectativas deflacionistas y a una evolución de los precios en el mismo sentido. Además, el crecimiento monetario puede reflejar las presiones de la demanda sobre la economía, lo que convierte al dinero en un buen indicador de la evolución económica. Por todas estas razones, la evolución de los agregados monetarios contiene información valiosa para la política monetaria y puede mostrar buenas propiedades de indicador adelantado del comportamiento futuro de los precios. Estas propiedades constituyen un motivo importante para otorgar al dinero un papel destacado en la ejecución de la política monetaria, aun cuando la estructura precisa del mecanismo de transmisión esté rodeada de algún grado de incertidumbre.

El papel del dinero

El papel del crédito

La evolución del crédito también puede desempeñar un papel importante en el proceso de transmisión, ya que su disponibilidad y su coste son un factor determinante de primer orden en las decisiones que afectan a la inversión de las empresas y a los gastos de consumo de los hogares y, por lo tanto, a las condiciones generales de la demanda. Si las empresas no pueden obtener crédito, tienen que recurrir a la financiación interna, que con frecuencia resulta insuficiente para financiar grandes proyectos. Así pues, las variaciones en la disponibilidad del crédito como resultado de cambios en la política monetaria pueden actuar como un importante canal de transmisión.

Las variaciones en el precio y en el rendimiento de los activos...

Los cambios en la política monetaria y/o en las expectativas de cambios futuros en dicha política afectan al precio y al rendimiento de los activos que, a su vez, influyen en las decisiones de ahorro, gasto e inversión de los hogares y las empresas y, en última instancia, en la demanda de bienes y servicios en la economía de la zona del euro. Por ejemplo, *ceteris paribus*, unos tipos de interés más bajos tienden a hacer que a los hogares les resulte más atractivo gastar sus ingresos corrientes que ahorrarlos, ya que la rentabilidad esperada de su ahorro es menor. Los tipos de interés a plazo más largo pueden ser especialmente importantes en la medida en que su vencimiento se ajusta al de muchas decisiones de inversión por parte de las empresas y de ahorro por parte de los hogares, como el ahorro para la jubilación.

... influyen en las pautas de consumo y de gasto, ...

Como consecuencia de estos cambios de comportamiento respecto al gasto y el ahorro, variará el nivel de demanda interna de bienes y servicios en relación con la oferta interna. En condiciones de igualdad, cuando la demanda es mayor que la oferta, se producen presiones sobre los precios.

...en la fijación de salarios y precios...

Naturalmente, el coste de los insumos de producción también influye en la evolución de los precios. Las variaciones de los niveles salariales y de la productividad desempeñan en este sentido un papel importante. Por consiguiente, la política monetaria influye, además, en el nivel de precios a través de sus efectos en la formación de los salarios y en la fijación de los precios de los bienes intermedios. Sus efectos en las expectativas de inflación son importantes a este respecto: si la política monetaria logra que su objetivo principal —la estabilidad de precios— sea creíble, las expectativas de inflación se mantendrán firmemente ancladas en el nivel bajo definido como estabilidad de precios, y los salarios y los precios seguirán fijándose en consonancia con este objetivo. Si se pierde la credibilidad, las expectativas de inflación pierden su anclaje. De esta manera, la política monetaria puede tener un poderoso efecto en los precios corrientes a través de su impacto en las expectativas de inflación. Existe también otro cauce más indirecto: las variaciones de la demanda efectiva pueden traducirse en una mayor o menor tensión en los mercados de trabajo y de productos intermedios y, ello, a su vez, puede afectar a la fijación de los precios en el respectivo mercado.

... y también en el tipo de cambio

Las variaciones de los tipos de interés inducidas por decisiones de política monetaria también pueden afectar al tipo de cambio mediante, por ejemplo, los flujos internacionales de capital. Los tipos de cambio afectan normalmente a la inflación de tres formas. En primer lugar, los movimientos de los tipos de cambio influyen directamente en el precio interno de los bienes importados. Si el tipo de cambio se aprecia, el precio de los bienes importados tiende a bajar, lo que ayuda a reducir la inflación directamente, en la medida en que estos productos se utilizan

directamente para el consumo. En segundo lugar, unos precios más bajos de las importaciones que se utilizan como consumos intermedios en el proceso de producción podrían, con el tiempo, redundar en precios también más bajos para los bienes finales. En tercer lugar, el tipo de cambio puede igualmente influir en la competitividad de los bienes nacionales en los mercados internacionales. Si, como resultado de una apreciación del tipo de cambio, estos bienes se tornan menos competitivos en lo que respecta a sus precios en los mercados internacionales, la demanda externa tendería a contraerse y, por lo tanto, se reducirían las presiones sobre la demanda total de la economía. En condiciones *ceteris paribus*, también tenderían a reducirse las presiones inflacionistas. La importancia de estos efectos dependerá de lo abierta que sea la economía al comercio internacional. La transmisión de la política monetaria mediante el tipo de cambio es menos importante en el caso de una zona monetaria grande y relativamente cerrada, como la zona del euro, que en una pequeña economía abierta.

Así pues, el mecanismo de transmisión de la política monetaria es una trama compleja de interacciones económicas. Pese a los esfuerzos desplegados con la mejor intención por los economistas que trabajan en el mundo académico, los centros de investigación y los bancos centrales, dicho mecanismo sigue sin comprenderse totalmente. De hecho, el nivel de incertidumbre al que se enfrenta el BCE es incluso mayor que el de muchos otros bancos centrales, al ser responsable de una zona monetaria totalmente nueva. Además, los cambios institucionales y de comportamiento que siguieron a la introducción de la nueva moneda a comienzos de 1999 pueden haber modificado las relaciones entre las distintas variables económicas. A medida que, con el tiempo, se disponga de más información y de resultados de las investigaciones emprendidas, se logrará entender con más detalle el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

3.3 La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad y el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios

En el contexto del análisis anterior, el reto al que se enfrenta el BCE podría definirse como sigue. El Consejo de Gobierno del BCE tiene que influir en las condiciones del mercado monetario y, por consiguiente, en el nivel de los tipos de interés a corto plazo, de manera que —a través de los efectos sobre el nivel de precios logrados por medio del proceso de transmisión de la política monetaria—, se mantenga la estabilidad de precios a medio plazo.

La estrategia de política monetaria del BCE tiene por objeto hacer frente a este reto. Se pretende establecer un marco global para la adopción de decisiones relativas al nivel más apropiado de los tipos de interés a corto plazo. Más que centrar la atención en una situación concreta, el BCE ha adoptado una estrategia duradera para garantizar que las decisiones de política monetaria se adopten a lo largo del tiempo con un enfoque coherente y sistemático. Esa coherencia ayuda a estabilizar las expectativas de inflación y a cimentar la credibilidad del BCE.

El principal elemento de la estrategia de política monetaria del BCE es la definición de estabilidad de precios (véase sección 3.1). A continuación, la estrategia garantiza que el Consejo de Gobierno reciba toda la información pertinente y los análisis necesarios para adoptar las decisiones de política monetaria imprescindibles para asegurar la estabilidad de precios de forma sistemática y organizada. Por último,

Complejidad del proceso de transmisión

El papel de la estrategia de política monetaria

Un marco integral para las decisiones de política monetaria

los análisis necesarios para adoptar las decisiones de política monetaria imprescindibles para asegurar la estabilidad de precios de forma sistemática y organizada. Por último, la estrategia ha de proporcionar un marco para explicar al público con claridad y transparencia dichas decisiones.

Características de una política monetaria acertada

La política monetaria ha de basarse en una perspectiva de futuro...

... centrando la atención en el medio plazo...

Debido a los desfases en el proceso de transmisión, los cambios de política monetaria que se produzcan hoy solo afectarán al nivel de precios una vez transcurridos varios trimestres o incluso varios años. Esto significa que los bancos centrales tienen que determinar qué orientación es necesario imprimir hoy a la política monetaria para mantener la estabilidad de precios en el futuro, una vez que desaparezcan los desfases en la transmisión. En este sentido, la política monetaria debe formularse con una perspectiva de futuro.

Además, como se indicaba en la sección 3.2, los desfases en la transmisión hacen que a la política monetaria le resulte imposible en el corto plazo contrarrestar fácilmente las perturbaciones imprevistas del nivel de precios, como por ejemplo, las provocadas por variaciones de los precios mundiales de las materias primas. Por consiguiente, es inevitable una cierta volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación. Además, debido a la complejidad del proceso de transmisión, siempre reina una gran dosis de incertidumbre en torno a los efectos de la política monetaria. Por estas razones, es importante una orientación de

Gráfico 3.2



tiempo que garantiza el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Esta orientación es coherente con la afirmación del BCE de que «la estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo».

Finalmente, el BCE se enfrenta a una considerable incertidumbre, sobre todo en estos primeros años de la Unión Monetaria, con respecto a determinados factores, como la fiabilidad de los indicadores económicos, la estructura de la economía de la zona del euro y el mecanismo de transmisión de la política monetaria única. No obstante, no solo el BCE, sino todos los bancos centrales tienen que hacer frente a un grado notable de incertidumbre. Por lo tanto, una política monetaria, para tener éxito, ha de tener en cuenta un gran número de parámetros, y toda la información pertinente, y no basar sus decisiones en un solo modelo de la economía.

Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE

El Consejo de Gobierno del BCE acordó los principales elementos de su estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad en octubre de 1998 (véase, en el recuadro 3.2, un examen de otras estrategias posibles). Además de la definición de estabilidad de precios, la estrategia consta de dos «pilares», que organizan la información y el análisis en los que se basan las deliberaciones sobre la política monetaria (véase gráfico 3.2). Estos dos pilares constituyen un marco dentro del cual se puede proceder a la evaluación, con una perspectiva de futuro, de la situación económica, basándose en un conjunto de información económica y de instrumentos analíticos lo más completo posible.

Los dos pilares de la estrategia son instrumentos para realizar el análisis necesario a fin de orientar las decisiones de política monetaria, de tal modo que se pueda alcanzar el objetivo principal que es la estabilidad de precios. No constituyen en sí, ni son por naturaleza, objetivos distintos.

Primer pilar de la estrategia de política monetaria

El primer pilar de la estrategia del BCE otorga un papel destacado al dinero. Como se indicó en la sección 3.2, hay un consenso generalizado entre los economistas en cuanto a los orígenes fundamentalmente monetarios de la inflación en el medio a largo plazo. Una de las regularidades empíricas más notables de la macroeconomía es la relación estable a largo plazo entre el nivel de precios y el dinero, especialmente cuando este último se mide utilizando agregados monetarios amplios. La evolución monetaria contiene información sobre el comportamiento futuro de los precios y, por lo tanto, puede facilitar la evaluación global de los riesgos que amenazan a su estabilidad. Los agregados monetarios y crediticios también pueden desempeñar un papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria al nivel de precios. Por todas estas razones, es importante que un banco central siga de cerca la evolución monetaria y crediticia. Al otorgar al dinero un papel destacado en su estrategia, el BCE ha indicado claramente al público su intención de llevar a cabo un análisis monetario de esa naturaleza.

Este papel destacado del dinero en la estrategia del BCE se explicita en el anuncio de un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento del agregado

... lo que permitirá hacer frente a un considerable grado de incertidumbre

El marco basado en dos pilares...

... es un instrumento para organizar la información

Se otorga un papel destacado al dinero...

Recuadro 3.2

Otras estrategias de política monetaria

Otros bancos centrales han optado por estrategias de política monetaria diferentes, que el IME y el BCE estudiaron antes de decidir su estrategia orientada hacia la estabilidad basada en dos pilares.

Una posible estrategia es el establecimiento de **objetivos monetarios**. En la práctica, esto significa que un banco central modifica los tipos de interés oficiales en un intento de acelerar o ralentizar el crecimiento monetario para conseguir una tasa de crecimiento específica anunciada con antelación, y compatible con la estabilidad de precios. Esta estrategia se basa en dos premisas. En primer lugar, debe existir una relación estable a medio plazo entre el dinero y el nivel de precios, como, por ejemplo, la que se da en una ecuación de demanda de dinero. De ser así, puede calcularse una senda acorde con la estabilidad de precios para la cantidad de dinero. En segundo lugar, la política monetaria debe poder controlar la cantidad de dinero en un horizonte temporal limitado. Si se dan ambas condiciones, el banco central puede utilizar las variaciones en los tipos de interés oficiales para alcanzar los objetivos monetarios establecidos y mantener indirectamente la estabilidad de precios, dada la estabilidad existente entre el dinero y el nivel de precios.

Si bien la experiencia de los bancos centrales en esta materia influyó en el diseño de la estrategia del BCE, la institución decidió no adoptar este enfoque, al considerar que la información que proporcionan las variables macroeconómicas distintas del dinero es importante para la adopción de decisiones de política monetaria orientadas hacia la estabilidad de precios. Por otro lado, existen incertidumbres respecto a las propiedades empíricas del dinero en la zona del euro, como resultado de los cambios institucionales y de comportamiento que puedan derivarse de la transición a la unión monetaria y, de forma más general, de la posibilidad de que factores de carácter extraordinario distorsionen temporalmente la evolución monetaria. Por consiguiente, puede ser difícil depender exclusivamente del análisis monetario.

Otra estrategia es el establecimiento de un **objetivo directo de inflación**. En lugar de basar

las decisiones de política monetaria en el dinero, este método se centra en la evolución de la propia inflación en relación con un objetivo que se hace público. Los bancos centrales que utilizan este método comunican las decisiones de política monetaria en términos de una reacción más o menos mecánica a desviaciones de la inflación prevista con respecto a un objetivo de inflación establecido para el horizonte temporal previsto. En este caso, la previsión de inflación del banco central es el elemento crucial de los análisis y discusiones sobre política monetaria, tanto en el seno del propio banco como en sus presentaciones al público.

El BCE decidió no adoptar esta estrategia por varias razones. En primer lugar, el centrarse solamente en el dato de inflación prevista no permite determinar la naturaleza de los riesgos para la estabilidad de precios en un contexto informativo completo y fiable. No obstante, la respuesta de política monetaria adecuada dependerá, en general, del origen de estos riesgos. Como mínimo, es necesario un análisis de la situación y el comportamiento económicos más detallado que el que ofrece el simple dato de inflación prevista. En segundo lugar, algunos aspectos del método clásico de establecimiento de un objetivo de inflación —tales como un horizonte temporal fijo de la previsión (dos años, por ejemplo) en la que se basan las decisiones de política monetaria— son algo arbitrarios. En tercer lugar, es difícil integrar la información contenida en los agregados monetarios en las previsiones de inflación que se construyen con modelos macroeconómicos tradicionales. Por último, el BCE estimó poco prudente depender de una sola previsión, dada la considerable incertidumbre que rodea a la estructura de la economía de la zona del euro, prefiriendo adoptar un enfoque diversificado para el análisis de los datos económicos basado en distintos métodos analíticos.

Una tercera estrategia es el establecimiento de **objetivos de tipo de cambio**, adoptado por varios países europeos antes del inicio de la tercera fase de la UEM en el contexto del mecanismo de

cambios del Sistema Monetario Europeo. Para economías abiertas de pequeñas dimensiones, en las que la producción y el consumo de bienes procedentes de mercados internacionales representan una parte importante de la economía, la evolución del tipo de cambio puede tener una incidencia significativa sobre el nivel de precios

a través de su efecto sobre los precios de importación. No se consideró apropiada una estrategia de objetivos de tipo de cambio para la zona del euro, siendo esta una economía relativamente cerrada de gran tamaño, en la que el impacto de variaciones en los tipos de cambio sobre el nivel de precios es menor.

monetario amplio M3 (véase recuadro 3.3). La atención que se presta a M3 se justifica en razón de sus favorables propiedades empíricas. La mayoría de los estudios empíricos realizados para la zona del euro corroboran la opinión de que existe una relación estable de la demanda de dinero (a largo plazo) que vincula M3 con el nivel de precios y otras variables macroeconómicas. También se ha observado que M3 muestra propiedades de indicador adelantado de la inflación futura, especialmente para un horizonte de medio plazo.

El valor de referencia no constituye un objetivo monetario. El BCE no trata de mantener el crecimiento de M3 en el valor de referencia en ningún momento concreto con movimientos de los tipos de interés. No obstante, las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia se analizan atentamente, en el contexto de otros datos económicos, para extraer la información que contienen en relación con los riesgos para la estabilidad de precios. Toda medida de política monetaria que se adopta tiene por objeto hacer frente a los riesgos identificados por medio de este análisis integral.

Son varias las razones por las que la política monetaria no responde de forma mecánica a las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia. En primer lugar, la relación entre el dinero, los precios y la actividad económica —relación que puede definirse en síntesis como «velocidad de circulación» del dinero— puede ser más compleja y menos estable en el corto plazo que en horizontes temporales más largos. Es necesario tener en cuenta estas complejidades a la hora de analizar la evolución monetaria. En segundo lugar, los cambios en la estructura de los sistemas bancarios y financieros pueden alterar permanentemente esa velocidad y, por consiguiente, la relación entre el dinero y el nivel de transacciones económicas. Un reto importante para el análisis monetario que realiza el BCE es diferenciar las alteraciones temporales de la velocidad de circulación del dinero de las permanentes, de modo que pueda interpretarse adecuadamente la información que proporciona la evolución monetaria.

Finalmente, la evolución monetaria puede estar sometida a la influencia de factores «especiales» que tengan su origen en cambios institucionales, como modificaciones del tratamiento fiscal de los ingresos por intereses o de las plusvalías. Estos factores especiales pueden hacer que varíen las tenencias de dinero, ya que tanto los individuos como las empresas reaccionarán frente a la pérdida de atractivo de los depósitos bancarios, incluidos en la definición de

...que se pone de manifiesto con el anuncio de un valor de referencia...

... que no es un objetivo monetario...

... ni tampoco implica reacciones mecánicas

Identificación de los «factores especiales» y de las distorsiones

Recuadro 3.3

El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario

El papel destacado del dinero en la estrategia del BCE viene señalado por el anuncio de un valor de referencia del crecimiento del agregado monetario amplio M3. El valor de referencia debe ser compatible con el logro de la estabilidad de precios, y desviaciones considerables o prolongadas del crecimiento monetario con respecto a dicho valor deberían, en circunstancias normales, poner de manifiesto los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo.

La obtención del valor de referencia se basa en la relación entre el crecimiento monetario (ΔM), la inflación (ΔP), el crecimiento del PIB real (ΔYR) y la variación de la velocidad de circulación (ΔV). De acuerdo con esta fórmula, conocida como «ecuación cuantitativa», la variación de la cantidad de dinero en la economía es igual a la variación de las transacciones nominales (aproximada por la variación del PIB real y del nivel de precios) menos la variación de la velocidad de circulación. Esta última variable puede definirse como el ritmo al que se transfiere el dinero entre el público, lo que permite establecer la cantidad de dinero necesaria para hacer frente a un determinado nivel de transacciones nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

El valor de referencia se basa en la definición de estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC de la zona del euro inferior al 2%. Además, se realizan supuestos a medio plazo sobre el crecimiento del producto potencial y la velocidad de circulación tendencial de M3. En 1998, el supuesto del crecimiento tendencial a medio plazo del PIB real de la zona del euro estuvo comprendido entre el 2% y el 2,5% anual, teniéndose en cuenta las estimaciones de dos organismos internacionales y del BCE. Se utilizaron varios métodos para calcular el supuesto de velocidad de circulación, como tendencias simples (univariantes) o modelos de demanda de dinero más complejos. En conjunto, los resultados apuntaron a un descenso de la velocidad de circulación de M3 del orden de un 0,5% a un 1% anual. Sobre la base de estos supuestos, en diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno fijó el valor de referencia del BCE en el 4,5% anual. Dado que no surgieron nuevas evidencias decisivas que indicasen un cambio significativo en los supuestos utilizados, el Consejo de Gobierno confirmó el mismo valor de referencia en las revisiones de diciembre de 1999 y 2000.

dinero, en relación con instrumentos financieros alternativos. No obstante, la evolución monetaria atribuible a estos factores especiales quizá no aporte mucha información con respecto a las perspectivas de estabilidad de los precios. Por consiguiente, el análisis monetario que realiza el BCE incluye una evaluación detallada de los factores especiales que influyen en el dinero. Además, en ocasiones puede ocurrir que existan distorsiones estadísticas, de lo que se deduce que los datos declarados no están totalmente en consonancia con la definición estadística de los agregados monetarios. Con todo, dichas distorsiones pueden, con frecuencia, identificarse y estimarse estadísticamente. Solo cuando las evidencias son fiables pueden ajustarse las series monetarias que se publican.

El valor de referencia es un elemento importante de la estrategia y constituye un compromiso público del BCE de otorgar al dinero un papel destacado en las decisiones de política monetaria, y de explicarlo al público. Sin embargo, ante la necesidad de llevar a cabo análisis monetarios detallados y relativamente complejos a fin de extraer la información relevante para las decisiones de política

Análisis de los componentes y las contrapartidas de M3

monetaria, el BCE no se basa exclusivamente en las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia. Muchas otras variables monetarias y financieras se analizan atenta y periódicamente en el marco del primer pilar. Por ejemplo, la evolución de los componentes de M3, como el efectivo en circulación, los depósitos a plazo, etc., puede aportar detalles sobre los cambios generales registrados en el agregado. A este respecto, agregados menos amplios, como M1, pueden contener información sobre la actividad real. Análogamente, las variaciones del crédito concedido al sector privado pueden resultar informativas en cuanto a la situación financiera y, a través del balance de las IFM, pueden proporcionar información adicional sobre el dinero. Este análisis ayuda a hacerse una idea más exacta del comportamiento de M3 en relación con el valor de referencia y ofrece una amplia imagen de la situación de liquidez en la economía y de sus consecuencias en términos de riesgos para la estabilidad de precios.

Segundo pilar de la estrategia de política monetaria

La información requerida para adoptar las decisiones de política monetaria más adecuadas debe ser amplia y completa. Por lo tanto, en el contexto del segundo pilar de la estrategia, al tiempo que se analiza el crecimiento monetario en relación con el valor de referencia, se realiza también un análisis exhaustivo de una amplia gama de otras variables económicas y financieras, de las que se extrae, asimismo, toda la información relevante que puedan contener con vistas a la adopción de decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios.

El análisis en el marco del segundo pilar se centra en poner de manifiesto la influencia de toda una serie de factores que normalmente afectan a la evolución de los precios en el más corto plazo. Dichos factores resultan relevantes para la política monetaria porque pueden terminar por arraigarse y, por lo tanto, convertirse en una amenaza para la estabilidad de precios a medio plazo. En consonancia con los modelos convencionales del ciclo económico, este análisis suele centrarse en los efectos de la interacción entre la oferta y la demanda y/o las presiones de los costes sobre el comportamiento de los precios en los mercados de bienes, servicios y trabajo.

Para poder tomar las decisiones adecuadas, es necesario que el Consejo de Gobierno conozca cabalmente la situación económica vigente y sea consciente de la naturaleza y la magnitud específicas de las perturbaciones económicas que amenazan a la estabilidad de precios. Por ejemplo, la medida de política monetaria apropiada para hacer frente a las consecuencias inflacionistas de una subida temporal del precio del petróleo en los mercados internacionales podría ser diferente de la que cabría dar a un aumento de la inflación resultante de las repercusiones, sobre el coste laboral, de subidas salariales no justificadas en razón de incrementos de la productividad. En el primer caso, se produce un aumento transitorio y breve de la inflación, que rápidamente se revierte. Como tal, si esta perturbación no se traduce en un incremento de las expectativas de inflación, la amenaza para la estabilidad de precios a medio plazo puede ser pequeña. En el caso de un excesivo aumento de los salarios, existe el peligro de que se cree una espiral autosostenida de costes más altos, subida de precios y demandas salariales más elevadas. Para evitar esa espiral, la mejor respuesta quizá sería una

El análisis que se realiza en el marco del segundo pilar...

... centrado en la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y trabajo...

... contribuye a poner de manifiesto el carácter de las perturbaciones

Recuadro 3.4

Estadísticas relativas a la evolución económica en la zona del euro

Tal como se explica en el capítulo 3, la cadena de causas y efectos que relacionan las decisiones de política monetaria con el nivel de precios es compleja y afecta a varios sectores de la economía. Por lo tanto, es necesario analizar una gama amplia de indicadores para evaluar las perspectivas de estabilidad de precios.

En primer lugar, conjuntamente con el IAPC y sus componentes, en términos de evolución de los *precios* y *costes*, la evolución de los precios en el sector industrial, medida por los precios industriales, puede constituir un indicador valioso de las probables variaciones de los precios de consumo en el futuro, ya que las variaciones de los costes de producción repercuten sobre dichos precios. Los costes laborales, que son un componente importante de los costes globales de producción, tienen un impacto significativo en la formación de los precios. Además, las estadísticas de costes laborales proporcionan información sobre la competitividad económica de la zona del euro.

En segundo lugar, los indicadores de *producción* y *demand*a (cuentas nacionales, estadísticas coyunturales sobre actividad en la industria y los servicios, pedidos y encuestas cualitativas) suministran información sobre la situación cíclica de la economía, un elemento sustancial en el análisis de las perspectivas de evolución de los precios que realiza el BCE. Por otra parte, la información sobre el *mercado de trabajo* (empleo, paro, ofertas de empleo y participación en el mercado de trabajo) es de crucial importancia para el seguimiento de la situación coyuntural y para la evaluación de los cambios estructurales en el funcionamiento de la economía de la zona del euro. Asimismo, el *sector público* contribuye de forma significativa en la actividad económica, por lo que la información sobre sus cuentas financieras y no financieras es fundamental.

Por último, las *estadísticas de balanza de pagos* (elaboradas por el BCE), junto con las estadísticas de comercio exterior elaboradas por Eurostat, facilitan una información importante sobre la evolución de las exportaciones e importaciones, que pueden afectar a las presiones inflacionistas, al

influir en las condiciones de la demanda. Estos datos permiten también seguir de cerca los precios del comercio exterior, actualmente sustituidos por los índices de valor unitario de exportaciones e importaciones. Estos índices ayudan a evaluar, en especial, el posible impacto de fluctuaciones de los tipos de cambio y los precios de las materias primas, tales como el petróleo, en los precios de importación. Si bien la zona del euro es una economía relativamente cerrada, en comparación con los distintos países que han adoptado el euro, la inflación importada afecta a los precios industriales y de consumo internos. (Además, los datos de balanza de pagos relativos a las operaciones financieras son unos indicadores muy útiles para el análisis monetario y financiero).

Para obtener una imagen fidedigna de la economía, es imprescindible disponer de estadísticas de alta calidad. Los errores en materia de política monetaria, por utilización de estadísticas poco fiables o incompletas, pueden tener un coste en términos de mayor inflación y elevación de la volatilidad del crecimiento real. La necesidad de disponer de buenas estadísticas de calidad se extiende a varios ámbitos. En primer lugar, las estadísticas deberían abarcar *todos los sectores de la economía*, además de las estadísticas tradicionales sobre la industria y el comercio, se necesitan indicadores relativos al sector servicios, cuya trascendencia es cada vez mayor. En segundo lugar, la *armonización* de los conceptos y métodos es fundamental para garantizar que cualquier indicador de la zona del euro obtenido a partir de series nacionales refleje con precisión los cambios y proporcione, por lo tanto, información fiable para la toma de decisiones de política monetaria. En tercer lugar, la *puntualidad* y una *periodicidad suficientemente alta* de los datos son esenciales para la ejecución de la política monetaria. Solo las estadísticas de las que se dispone puntualmente pueden proporcionar información sobre el estado actual de la economía. Por lo que se refiere a la *cobertura geográfica*, resultan de la mayor importancia los datos agregados de la zona del euro en su conjunto y de cada uno de los países que la integran. En cuarto lugar, los *datos históricos* son fundamentales para un análisis econométrico que

contribuya a la comprensión de la economía de la zona del euro.

Continuamente está trabajándose para ampliar y mejorar las estadísticas de la zona del euro. Se han definido pautas metodológicas comunes para muchas áreas de las estadísticas de la zona, y se han realizado progresos, tanto respecto a la

disponibilidad como respecto a la puntualidad. Entre las iniciativas acometidas, cabe señalar, en especial, el Plan de Acción relativo a los requisitos de información estadística de la UEM de septiembre del 2000, elaborado por la Comisión Europea (Eurostat), en estrecha colaboración con el BCE, y en el que se señalan las mejoras más urgentes que deben realizarse en las estadísticas económicas.

medida firme de política monetaria encaminada a reafirmar el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, lo que contribuiría a estabilizar las expectativas de inflación.

En el marco del segundo pilar, el BCE analiza periódicamente la evolución general de la producción, la demanda y la situación del mercado de trabajo, con una amplia gama de indicadores de precios y costes, y la política fiscal, así como la balanza de pagos de la zona del euro. El recuadro 3.4 presenta la base estadística de los indicadores de la evolución económica que analiza el BCE en el contexto del segundo pilar y subraya la importancia de disponer de estadísticas de buena calidad.

La evolución de los indicadores del mercado financiero y de los precios de los activos también son objeto de un atento seguimiento. Los movimientos de estos últimos pueden afectar al comportamiento de los precios a través de los efectos renta y riqueza. Por ejemplo, al aumentar las cotizaciones bursátiles, los hogares que poseen acciones disponen de más renta y pueden optar por dedicar más recursos al consumo. Esto, a su vez, hará aumentar la demanda de consumo y puede alimentar las presiones inflacionistas. Inversamente, si bajan las cotizaciones bursátiles, es posible que los hogares reduzcan su consumo.

Los precios de los activos y los rendimientos financieros también pueden servir para obtener información sobre las expectativas de los mercados financieros, incluida la futura evolución de los precios. Por ejemplo, al comprar y vender bonos, los participantes en dichos mercados manifiestan, implícitamente, sus expectativas respecto a la futura evolución de los tipos de interés y de los precios. Aplicando diversas técnicas, el BCE puede analizar los precios de los activos financieros para averiguar cuáles son las expectativas implícitas de los mercados en relación con la evolución futura.

La evolución del tipo de cambio es otro parámetro que se considera con atención, dadas sus implicaciones para la estabilidad de precios. Como se analiza en la sección 3.2, los movimientos del tipo de cambio influyen directamente en la evolución de los precios a través de sus repercusiones en los precios de las importaciones. Las variaciones del tipo de cambio pueden también alterar la competitividad-precio en los mercados internacionales de los bienes producidos internamente, influyendo, por consiguiente, en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de los precios. Si estos efectos del tipo de cambio modifican las expectativas y el comportamiento de quienes fijan los salarios y los precios, podrían producirse

Análisis de los indicadores de la economía real,...

... de los indicadores del mercado financiero...

... y de la evolución del tipo de cambio

efectos indirectos derivados del tipo de cambio. Toda esta información debe tenerse en cuenta en las decisiones de política monetaria encaminadas a conseguir la estabilidad de precios.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema...

En el marco del segundo pilar, los expertos del Eurosistema elaboran, dos veces al año, proyecciones macroeconómicas, que, sumadas a otra información, constituyen una importante contribución para las deliberaciones del Consejo de Gobierno, si bien no incorporan la valoración que de la política hace el Consejo. Las proyecciones ayudan a reforzar la orientación de futuro de la política monetaria y resumen y sintetizan una gran cantidad de información que, de otra forma, podría resultar demasiado dispersa para las deliberaciones. También proporcionan una plataforma para la integración del análisis económico, conforme al segundo pilar, de forma coherente e internamente congruente, de modo que refleje la experiencia anterior y las relaciones económicas fundamentales. No obstante, las proyecciones son, por naturaleza, inciertas y esta incertidumbre aumenta a medida que se amplía el horizonte (de la proyección). Para reflejar dicha incertidumbre, el BCE publica las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en forma de intervalos.

... basadas en supuestos técnicos, ...

El término «proyección» se utiliza para subrayar el hecho de que las proyecciones publicadas son el resultado de un escenario basado en un conjunto de supuestos técnicos subyacentes, incluido el supuesto de la no variación de los tipos de interés a corto plazo. Esta es la forma en que se elaboran las proyecciones en muchos bancos centrales a fin de proporcionar a los responsables de las decisiones de política monetaria la mejor información posible. En vista de lo anterior, ha de quedar claro que la proyección no será, en general, la mejor variable para predecir los resultados futuros, especialmente para horizontes temporales más amplios. Más bien, representa un escenario que, a menos que sea compatible con la estabilidad de precios, es susceptible de no cumplirse en la práctica, ya que la política monetaria siempre se orientará a hacer frente a cualquier amenaza que ponga en peligro la estabilidad de precios. Por lo tanto, bajo ninguna circunstancia, debe considerarse que las proyecciones macroeconómicas de la inflación elaboradas por los expertos del Eurosistema ponen en entredicho el compromiso adquirido por el Consejo de Gobierno de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Tanto quienes fijan los salarios y los precios como las empresas y los hogares deben considerar la definición cuantitativa de estabilidad de precios formulada por el BCE como «la mejor predicción» de la evolución de los precios a medio plazo.

... modelos y los conocimientos técnicos de los expertos ...

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se elaboran utilizando diversos instrumentos e información. Se dispone de varios modelos econométricos diferentes tanto para la zona del euro como para cada uno de los países que la integran. Dada la incertidumbre de los modelos es preferible emplear una gama lo más amplia posible que contemple diversas perspectivas de la estructura económica, estimados aplicando diferentes metodologías, a basarse en un solo modelo de carácter singular e integral. Las proyecciones obtenidas a partir de estos modelos se ajustan recurriendo al conocimiento técnico de los expertos, tanto del BCE como de los BCN.

A pesar de su utilidad, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE no constituyen una panacea. En primer lugar, siempre se basan en supuestos

concretos —como los relativos a los precios del petróleo o los tipos de cambio— con los que es posible no estar de acuerdo o que pueden variar rápidamente haciendo que las proyecciones queden desfasadas. En segundo lugar, la proyección final depende, en gran medida, del marco conceptual subyacente y de las técnicas empleadas. Cualquiera de estos marcos es una simplificación de la realidad y puede, en ocasiones, pasar por alto los aspectos clave relevantes para la política monetaria. En tercer lugar, las proyecciones económicas solo pueden proporcionar una descripción sucinta de la economía y, por lo tanto, no incorporan toda la información pertinente. En concreto, no es fácil integrar en el marco que se utiliza para elaborar las proyecciones información importante como la que contienen los agregados monetarios y crediticios. También puede ocurrir que la información varíe una vez concluidas las proyecciones. En cuarto lugar, las proyecciones incorporan, inevitablemente, las opiniones de los expertos y pueden existir buenas razones para no estar de acuerdo con algunas de esas opiniones.

Por todos estos motivos, las proyecciones macroeconómicas de los expertos desempeñan una función importante, aunque limitada, en la política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno las toma en consideración junto con muchas otras informaciones y análisis de diversas formas, siempre en el marco del segundo pilar. Cabe señalar a este respecto los análisis monetarios en el marco del primer pilar y los análisis de los precios de los activos financieros, los indicadores individuales y las proyecciones de otras instituciones en el marco del segundo pilar. Así pues, el Consejo de Gobierno no utiliza las proyecciones macroeconómicas de los expertos como el instrumento principal para organizar y comunicar el resultado de su valoración.

En diciembre del año 2000, el BCE decidió publicar dos veces al año, en el *Boletín Mensual*, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema.

¿Por qué dos pilares?

Un reflejo de la incertidumbre que rodea a la economía en general, y del conocimiento imperfecto que se tiene de ella (y del mecanismo de transmisión de la política monetaria en particular), es la amplia gama de modelos del proceso de inflación. Estos modelos incorporan diferentes visiones del funcionamiento de la economía y/o hacen hincapié, en distinta medida, en los diversos canales de transmisión de la política monetaria analizados en la sección 3.2. Por ejemplo, algunos modelos subrayan el papel del dinero en el mecanismo de transmisión, mientras que otros ponen el acento en la importancia de los factores no monetarios, como los cambios en la relación entre oferta y demanda y/o las presiones de los costes sobre el comportamiento de los precios en los mercados de bienes, servicios y trabajo. Muchos de estos modelos captan elementos importantes de la realidad, pero ninguno de ellos parece capaz de describir dicha realidad íntegramente. Por lo tanto, todo modelo —pese a ofrecer, en potencia, una perspectiva útil de la evolución económica— es, necesariamente, incompleto. En estas circunstancias, sería ilógico apoyarse exclusivamente en un solo enfoque o en un solo indicador para adoptar decisiones de política monetaria.

... no son una panacea ...

... y desempeñan una función importante, aunque limitada

Incertidumbre de los modelos

Diversidad de modelos

En vista de la multiplicidad de modelos existentes, el BCE ha decidido estructurar su análisis en torno a dos pilares, teniendo en cuenta el hecho de que ha resultado sumamente difícil asignar al dinero un papel destacado en los modelos convencionales de la economía real, a pesar del consenso en que el dinero y los precios guardan relación y de la evidencia empírica de que los agregados monetarios pueden ser un indicador adelantado de la evolución de los precios y podrían constituir un importante canal de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, podría considerarse que el primer pilar representa un grupo de modelos y marcos analíticos que incorporan una perspectiva de la determinación del nivel de precios en la que se otorga un papel primordial al dinero, al tiempo que se tienen en cuenta los canales de transmisión de la política monetaria que, igualmente, asignan al dinero un papel destacado. El segundo pilar abarca una gama de modelos alternativos del proceso de inflación, sobre todo los que hacen hincapié en la interacción entre la oferta y la demanda y/o las presiones sobre los costes y los canales de transmisión que actúan a través de esas variables.

Verificación de la información

Son varios los modelos que se analizan conforme a los dos pilares. Además, esos modelos están sufriendo una constante evolución, a medida que la investigación produce nuevos instrumentos empíricos y analíticos para examinar la estructura de la economía y el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

Dada la incertidumbre a que se enfrentan, los bancos centrales deben siempre verificar y comparar las señales emitidas por los diferentes indicadores y evaluar la información disponible y las consecuencias de sus actos a la luz de una gama de modelos económicos plausibles. En este contexto, las medidas que funcionan razonablemente bien con muchos de esos modelos y en una serie de circunstancias posibles suelen ser la mejor opción para el medio plazo.

Una política monetaria sólida

La estrategia del BCE debe contemplarse en este contexto. Se trata de un marco que no solo contiene toda la información pertinente, sino que, además, tiene en cuenta diversas interpretaciones de esta información. Con este telón de fondo, el enfoque de los dos pilares reduce los riesgos de error en la política monetaria, causados por una excesiva dependencia de un solo indicador, proyección o modelo. Al adoptar un enfoque diversificado para interpretar la situación económica, puede considerarse que la estrategia del BCE facilita la adopción de una política monetaria sólida en un entorno de incertidumbre.

No hay reacciones mecánicas frente a un solo indicador o una sola proyección

El Consejo de Gobierno establece los instrumentos de política monetaria del Eurosistema para facilitar al máximo posible la consecución de su principal objetivo y lo hace basándose en las señales que ambos pilares de la estrategia emiten con respecto a los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios. Por consiguiente, la política monetaria no reacciona mecánicamente a la evolución de un indicador o una proyección concretos, sino que valora, verifica e integra la información que proporcionan los dos pilares en una evaluación global del carácter y la magnitud de las perturbaciones y de la situación económica resultante, así como de los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios, con lo cual incorpora un elemento vital de juicio que introducen los propios miembros del Consejo de Gobierno.

3.4 Rendición de cuentas, transparencia y comunicación

Independencia del banco central, rendición de cuentas y transparencia

Como se explicó en el capítulo I, hay motivos justificados para encomendar la tarea de mantener la estabilidad de precios —y, por consiguiente, salvaguardar el valor del dinero— a un banco central independiente que no esté sujeto a posibles presiones políticas. Al mismo tiempo, la delegación de la autoridad para tomar decisiones en una institución independiente obliga a dicha institución a rendir cuentas del desempeño de la función que se le ha encomendado. Un banco central independiente —como cualquier institución pública— tiene que explicar sus decisiones al público y responsabilizarse de sus actos. La rendición de cuentas impone disciplina al banco central para que cumpla su misión lo mejor posible.

En una sociedad democrática, la rendición de cuentas es un complemento natural de la independencia del banco central. Una función claramente definida y delimitada es la base de la legitimidad democrática para delegar la política monetaria en un banco central independiente. Al mismo tiempo, el especial hincapié en la necesidad de mantener la estabilidad de precios permite al público exigir responsabilidades a un banco central de esas características.

Los términos «rendición de cuentas» y «transparencia» se utilizan a veces de forma intercambiable. No obstante, es importante diferenciar entre uno y otro. Rendir cuentas significa que el banco central es responsable de la consecución de sus objetivos. La transparencia, definida en sentido estricto, significa que la institución proporciona información sobre el proceso interno de toma de decisiones. En un sentido más amplio, la transparencia presupone explicar cómo se utiliza la política monetaria para cumplir la misión encomendada. Una estrategia de política monetaria fomenta la transparencia en la medida en que brinda un marco sistemático tanto para la adopción de decisiones al nivel interno como para la comunicación externa con el público. Una mayor transparencia redundará en una comprensión más cabal de la política monetaria por parte del público y permite potenciar su credibilidad y eficacia. Los cauces apropiados para asegurar la adecuada rendición de cuentas del banco central dependen del marco institucional y de la misión encomendada a dicho banco. Habida cuenta de su carácter independiente, los gobiernos o los parlamentos nacionales no pueden obligar al BCE a rendir cuentas. Sin embargo, la institución sí es responsable ante el público europeo en general y ante el Parlamento Europeo, órgano que tiene encomendada una misión en el ámbito europeo y cuenta con legitimidad democrática directa.

En este sentido, la relación del BCE con el Parlamento Europeo se define en el Tratado y respeta la independencia institucional del BCE. El Tratado impone una serie de obligaciones al BCE en materia de remisión de información para garantizar la rendición de cuentas (véase capítulo I). De hecho, el BCE no se ha limitado a cumplir los requisitos formales establecidos en el Tratado al adoptar medios adicionales para garantizar la rendición de cuentas y la transparencia (véase recuadro 3.5).

Independencia ...

... y obligación de rendir cuentas son complementos naturales

Transparencia y rendición de cuentas

Actividades de comunicación del BCE

Recuadro 3.5

Actividades de comunicación del BCE

Además de la obligación de elaborar un informe anual y un informe trimestral establecida en el Tratado, el BCE publica un boletín mensual que presenta la evaluación completa de la situación económica en la que se basan sus decisiones, así como artículos sobre cuestiones de importancia para la política monetaria del BCE. Por otro lado, el presidente del BCE comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo una vez por trimestre para informar sobre la política monetaria del BCE y responder a sus preguntas. Las transcripciones de estas comparecencias pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet. Además, el BCE presenta su Informe Anual al Parlamento Europeo.

El presidente y el vicepresidente convocan una conferencia de prensa inmediatamente después de celebrarse la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes. En el comunicado preliminar, el presidente da a conocer la valoración del Consejo de Gobierno de la situación económica y de los riesgos para la estabilidad de precios, efectuada para la adopción de decisiones de política monetaria, además de informar sobre otros temas tratados y decisiones adoptadas por dicho Consejo. A continuación tiene lugar un turno de preguntas y respuestas con los periodistas que asisten a la conferencia de prensa, cuyas transcripciones se publican el mismo día en la dirección del BCE en Internet. Con ello, se ofrece al público una información puntual y simultánea sobre las decisiones de política monetaria.

Los miembros del Consejo de Gobierno atienden a un gran número de compromisos públicos. Normalmente, los discursos e intervenciones de los miembros del Comité Ejecutivo pueden obtenerse en la dirección del BCE en Internet. Asimismo, el BCE recibe numerosas visitas del público y de expertos de distintas instituciones, y mantiene un diálogo abierto con el mundo académico. Los resultados de los trabajos de investigación de carácter técnico y estudios sobre temas de política monetaria de interés general, realizados por expertos del BCE, se publican en las series *Working Papers* y *Occasional Papers*, respectivamente.

Por último, la transparencia de la política monetaria exige también la publicación puntual y completa de los datos estadísticos recogidos por el banco central, una vez garantizada su fiabilidad. Con la colaboración de los BCN, el BCE recopila las estadísticas monetarias y bancarias y afines, las estadísticas de balanza de pagos y las estadísticas de posición de inversión internacional y elabora las estadísticas de cuentas financieras de la zona del euro (véase la publicación del BCE «Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», mayo del 2000). La publicación puntual de estos datos permite al BCE compartir con el público la información de la que dispone sobre la evolución económica de la zona del euro, facilitando así la comunicación de las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno.

El papel de la comunicación en la estrategia de política monetaria

Al presentar la política monetaria al público ...

Para lograr una mejor comprensión de la política monetaria, todo el proceso de su formulación debería, en principio, comunicarse al público y explicarse de forma comprensible. Sin embargo, en la práctica, resulta difícil ofrecer al público una descripción completamente exhaustiva e inteligible de todos los elementos y aspectos de dicho proceso.

Por lo tanto, al presentar la política monetaria al público, hay que elegir entre varias opciones. El diseño de un enfoque de comunicación eficaz requiere alcanzar un equilibrio entre presentar una visión abierta de la naturaleza compleja de la

formulación de la política monetaria y simplificar la presentación de este proceso en aras de una mayor claridad. En este contexto, la elección de una estrategia adecuada tiene que reflejar la complejidad y la incertidumbre que rodean al entorno económico en el que opera el banco central, así como el marco de interpretación que utilizan los diversos segmentos del público con el que el banco central tiene que comunicarse. En este sentido, una comunicación eficaz exige un marco y un lenguaje comunes con los que tanto el banco central como el público se sientan cómodos.

En este contexto, la estrategia de política monetaria del BCE, en su aspecto de comunicación externa, hace especial hincapié en reflejar fielmente la complejidad y la incertidumbre en que se enmarca el entorno económico y, por ende, el proceso de toma de decisiones. La presentación externa de la estrategia es relativamente compleja en comparación con las estrategias sencillas de manual (como la fijación de objetivos monetarios o de tasas de inflación), pero refleja muy bien el enfoque diversificado de la política monetaria adoptado por el BCE en su proceso interno de decisión, en respuesta a la incertidumbre que rodea a la estructura de la economía de la zona del euro.

... hay que tener en cuenta la complejidad de su formulación ...

... y la incertidumbre que rodea a la estructura de la economía de la zona del euro

4 Instrumentación de la política monetaria

En el presente capítulo se explica cómo se ejecutan las decisiones de política monetaria utilizando los instrumentos disponibles. La primera sección señala los objetivos y principios por los que se rige el funcionamiento del marco operativo del Eurosistema. En la segunda se describen brevemente los principales instrumentos de política monetaria (operaciones de mercado abierto, sistema de reservas mínimas y facilidades permanentes), que se examinan con más detalle en las secciones siguientes, en las que se analiza, asimismo, la interacción entre estos instrumentos y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito en el contexto del balance de un banco central. La última sección ofrece una breve valoración del funcionamiento del marco operativo en los dos primeros años de la tercera fase de la UEM.

4.1 Principios generales y objetivos del marco operativo

Tal como se explica en el capítulo 3, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario desempeñan un papel importante en la transmisión de la política monetaria. Esta influye de forma significativa en los tipos de interés nominales a corto plazo. Al fijar los tipos de interés, la política monetaria incide de varias maneras en la economía y, en última instancia, en el nivel de precios.

Para alcanzar su objetivo primordial, el Eurosistema dispone de un conjunto de instrumentos y procedimientos de política monetaria, que constituyen el marco operativo utilizado para instrumentar la política monetaria única.

Tanto el marco operativo como la estrategia de política monetaria tienen una función específica en la ejecución de la política monetaria. La estrategia determina el nivel de los tipos de interés del mercado monetario necesario para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, mientras que el marco operativo establece el procedimiento a utilizar para conseguir dicho nivel con los instrumentos de política monetaria disponibles.

El banco central controla los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, señalando la orientación de la política monetaria y gestionando la situación de liquidez en dicho mercado. Como único emisor de billetes y de reservas bancarias, el banco central es el monopolista de oferta de la base monetaria¹. En virtud de este monopolio, el banco central puede gestionar la liquidez del mercado monetario e influir en los tipos de interés de este mercado.

Además de controlar los tipos de interés, gestionando la liquidez, el banco central puede señalar también al mercado monetario la orientación de su política monetaria. En general, esto se consigue modificando las condiciones en las que el banco central está dispuesto a realizar operaciones con dicho mercado.

El mercado monetario y la transmisión de la política monetaria

El marco operativo...

... y la estrategia de política monetaria

El marco operativo tiene por objeto controlar los tipos de interés y gestionar la liquidez, ...

...señalar la orientación de la política monetaria ...

¹ La base monetaria de la zona del euro comprende el efectivo (billetes y monedas) en circulación, las reservas mantenidas por las entidades de contrapartida en el Eurosistema y el recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema, que son partidas del pasivo del balance del Eurosistema. Las reservas pueden desagregarse en reservas obligatorias y exceso de reservas. En el sistema de reservas mínimas del Eurosistema, las entidades de contrapartida deben mantener reservas obligatorias en los BCN (véase sección 4.4). Además de las reservas obligatorias, las entidades de crédito suelen mantener un reducido saldo de reservas voluntarias en el Eurosistema

...y garantizar el funcionamiento ordenado del mercado monetario

Los principios rectores del marco operativo son una economía de mercado abierta, ...

... la eficiencia operativa, ...

...el trato equitativo de las entidades financieras y la armonización de las normas y procedimientos, ...

... la descentralización de la instrumentación, ...

..., así como la sencillez, transparencia, continuidad, seguridad y eficiencia en los costes

Mediante sus operaciones, el banco central pretende, asimismo, garantizar el funcionamiento ordenado del mercado monetario y ayudar a los bancos a satisfacer sus necesidades de liquidez de una manera fluida y bien organizada. Para ello, el banco central proporciona a las entidades de crédito financiación regular y mecanismos que les permitan ajustar sus saldos de fin de día y hacer frente a fluctuaciones transitorias de liquidez.

El marco operativo del Eurosistema se basa en los principios establecidos en el Tratado de la Unión Europea, cuyo artículo 105 especifica que, para alcanzar sus objetivos, el Eurosistema «(...) actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos (...)».

Además de los principios recogidos en el Tratado de la Unión Europea, el marco operativo se guía por algunos otros principios. El más importante es el principio de la eficiencia operativa, que tiene prioridad sobre los demás principios. La eficiencia operativa puede definirse como la capacidad del marco operativo de transmitir las decisiones de política monetaria a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor precisión y rapidez posibles. A su vez, estos tipos de interés repercutirán sobre el nivel de precios, a través del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Otros importantes principios del marco operativo son la necesidad de garantizar el trato equitativo de las entidades financieras y la armonización de las normas y procedimientos en toda la zona del euro. Las entidades de crédito deben recibir el mismo trato, independientemente de su tamaño y de su localización. La armonización de las normas y procedimientos contribuye a garantizar la igualdad de trato, al intentar ofrecer condiciones idénticas a todas las entidades de crédito de la zona que realicen operaciones con el Eurosistema.

Un principio específico del Eurosistema es la descentralización de la instrumentación de la política monetaria. En este sentido, las operaciones de política monetaria del Eurosistema se ejecutan, normalmente, a través de los BCN, lo que significa que el BCE es responsable de la coordinación de las operaciones y los BCN, de su realización.

Por otro lado, el marco operativo debe aplicar los principios de sencillez, transparencia, continuidad, seguridad y eficiencia en los costes. La sencillez y la transparencia facilitan una comprensión correcta de la finalidad de las operaciones de política monetaria. El principio de continuidad tiene por objeto evitar cambios importantes en los instrumentos y procedimientos, de manera que los bancos centrales y sus entidades de contrapartida puedan basarse en la experiencia para la ejecución de las operaciones de política monetaria. El principio de seguridad requiere que se reduzcan al mínimo los riesgos financieros y operacionales del Eurosistema, mientras que la eficiencia supone contener los costes que entraña el marco operativo para el Eurosistema y sus entidades de contrapartida.

4.2 Panorámica general del marco operativo del Eurosistema²

En el cuadro 4.1 se ofrece una panorámica general de las principales características de los dos grupos de operaciones de las que dispone el Eurosistema para la ejecución de la política monetaria única. El grupo de operaciones más importante es el de las operaciones de mercado abierto. Este término designa las operaciones realizadas habitualmente en el mercado monetario a iniciativa del banco central. Tal como se explica en la sección 2.5, el «mercado monetario» se refiere al mercado en el que las operaciones tienen, en general, un plazo inferior a un año. Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel importante a efectos de controlar los tipos de interés, señalar la orientación de la política monetaria y gestionar la situación de liquidez del mercado monetario.

Entre las operaciones de mercado abierto, las más importantes son las operaciones principales de financiación, que representan el principal instrumento de política monetaria del Eurosistema. Mediante estas operaciones el Eurosistema presta fondos a sus entidades de contrapartida, siempre contra la entrega de garantía, para proteger al Eurosistema frente a posibles riesgos financieros. En el recuadro 4.1 se ofrecen más detalles sobre las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y sobre los activos de garantía exigidos en las operaciones de inyección de liquidez.

La financiación mediante operaciones de mercado abierto se realiza, por lo general, a través de operaciones temporales, es decir, de operaciones en las que el banco central compra activos mediante cesiones temporales o concede préstamos respaldados por activos de garantía (véase recuadro 4.2). Por lo tanto, las operaciones temporales son operaciones de mercado abierto temporales en las que se proporcionan fondos solo durante un período de tiempo limitado y especificado previamente. En las operaciones principales de financiación, que proporcionan el mayor volumen de liquidez requerido por el sistema bancario, el período es de dos semanas. El tipo de interés de estas operaciones es el tipo de interés más importante del Eurosistema. Las operaciones principales de financiación se describen con más detalle en la sección 4.3.

A efectos de controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y, en especial, de reducir su volatilidad, el Eurosistema ofrece, asimismo, facilidades permanentes a sus entidades de contrapartida. Las entidades que operan con el Eurosistema pueden recurrir, por propia iniciativa, a dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. A través de la facilidad marginal de crédito, las entidades pueden obtener préstamos a un día del banco central contra la entrega de activos de garantía a un tipo de interés predeterminado. Este tipo de interés suele ser sensiblemente más alto que el tipo de mercado correspondiente. En consecuencia, las entidades de crédito solo utilizan la facilidad marginal de crédito como último recurso para obtener fondos. Dado que la única restricción para acceder a la facilidad marginal de crédito viene dada por los activos de garantía disponibles, el tipo de interés de esta facilidad constituye, normalmente, el límite superior del tipo de interés a un día del mercado monetario. Por el contrario, la facilidad de depósito permite a

Operaciones de
mercado abierto

Operaciones
principales de
financiación

Operaciones
temporales

Facilidades
permanentes

² El marco operativo del Eurosistema se describe con más detalle en la publicación del BCE titulada «La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema».

las entidades de crédito realizar depósitos a un día en el banco central a un tipo de interés predeterminado. Este tipo de interés suele ser notablemente inferior al tipo de mercado correspondiente. Por consiguiente, las entidades de contrapartida solo efectúan depósitos a un día en el Eurosistema si no pueden utilizar estos fondos de ninguna otra manera. Al igual que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito representa el límite superior, el tipo de interés de la facilidad de depósito constituye, en general, el límite inferior del tipo a un día del mercado monetario. Estos instrumentos se analizan con más detalle en la sección 4.5.

Cuadro 4.1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación ¹⁾		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO				
Operaciones principales de financiación	• Operaciones temporales	–	• Dos semanas	• Semanal
Operaciones de financiación a plazo más largo	• Operaciones temporales	–	• Tres meses	• Mensual
Operaciones de ajuste	• Operaciones temporales • Swaps de divisas • Compras simples	• Swaps de divisas • Depósitos a plazo fijo • Operaciones temporales • Ventas simples	• Sin normalizar	• No regular
Operaciones estructurales	• Operaciones temporales • Compras simples	• Emisión de certificados de deuda • Ventas simples	• Normalizado/ sin normalizar –	• Regular/ no regular • No regular
FACILIDADES PERMANENTES				
Facilidad marginal de crédito	• Operaciones temporales	–	• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida
Facilidades de depósito	–	• Depósitos	• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

1) Para una descripción más detallada de los tipos de operaciones de mercado abierto, véase el recuadro 4.2.

Entidades de contrapartida y activos de garantía

1 Entidades de contrapartida

El marco de política monetaria del Eurosistema está diseñado con vistas a garantizar la participación de un gran número de entidades de contrapartida. Las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria deben cumplir ciertos criterios de selección. Estos criterios se definen de manera que todas ellas reciban un trato equitativo y que cumplan determinados requisitos de tipo operativo y prudencial. Los criterios generales de selección son uniformes para toda la zona del euro.

Para ser seleccionadas, las entidades de crédito deben estar sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema y tener una posición financiera sólida. Además, han de cumplir todos los criterios de tipo operativo que se especifiquen en los acuerdos contractuales o normativos aplicados por su BCN (o el BCE), con el fin de garantizar una instrumentación eficiente de las operaciones de política monetaria del Eurosistema. A finales del 2000, existían 7.521 entidades de crédito en la zona del euro, pero solo 2.542 entidades cumplían los criterios operativos requeridos para participar en las operaciones de mercado abierto. Por otra parte, 3.059 entidades cumplían los criterios para acceder a la facilidad marginal de crédito y 3.599, para utilizar la facilidad de depósito. No obstante, el número de entidades de contrapartida que participan efectivamente en las operaciones de mercado abierto suele ser sensiblemente más bajo que el de entidades seleccionadas. En los años 1999 y 2000, el número total de entidades que participaron en las operaciones principales de financiación osciló entre 400 y 600. Durante el mismo periodo, entre 2000 y 3000 entidades participaron habitualmente en las operaciones de financiación a plazo más largo.

Una entidad de crédito que cumpla los criterios generales de selección puede acceder a las facilidades permanentes del Eurosistema y participar en las operaciones de mercado abierto instrumentadas mediante subastas estándar a través del BCN del Estado miembro en el que esté situada. En caso de que una entidad de crédito tenga establecimientos (oficina principal y

sucursales) en más de un Estado, cada establecimiento podrá participar en estas operaciones a través del BCN del Estado miembro en el que se encuentre, aunque en cada Estado miembro solo un establecimiento (la oficina principal o la sucursal designada) puede presentar pujas para las subastas.

Las operaciones de política monetaria del Eurosistema se realizan de forma descentralizada, método que ha resultado ser muy eficiente y que ha funcionado con fluidez debido a una cuidadosa preparación y a unos sistemas informáticos eficaces. El Eurosistema sigue beneficiándose ampliamente de las estrechas relaciones establecidas a lo largo de los años por los BCN con sus entidades de contrapartida locales.

2 Activos de garantía

El artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC permite que el BCE y los BCN operen en los mercados financieros, comprando y vendiendo activos de garantía mediante operaciones simples o cesiones temporales, y exige que todas las operaciones de crédito del Eurosistema se efectúen con activos de garantía adecuados. Este requisito tiene por objeto proteger al Eurosistema frente a posibles riesgos financieros. En consecuencia, todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema requieren activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida.

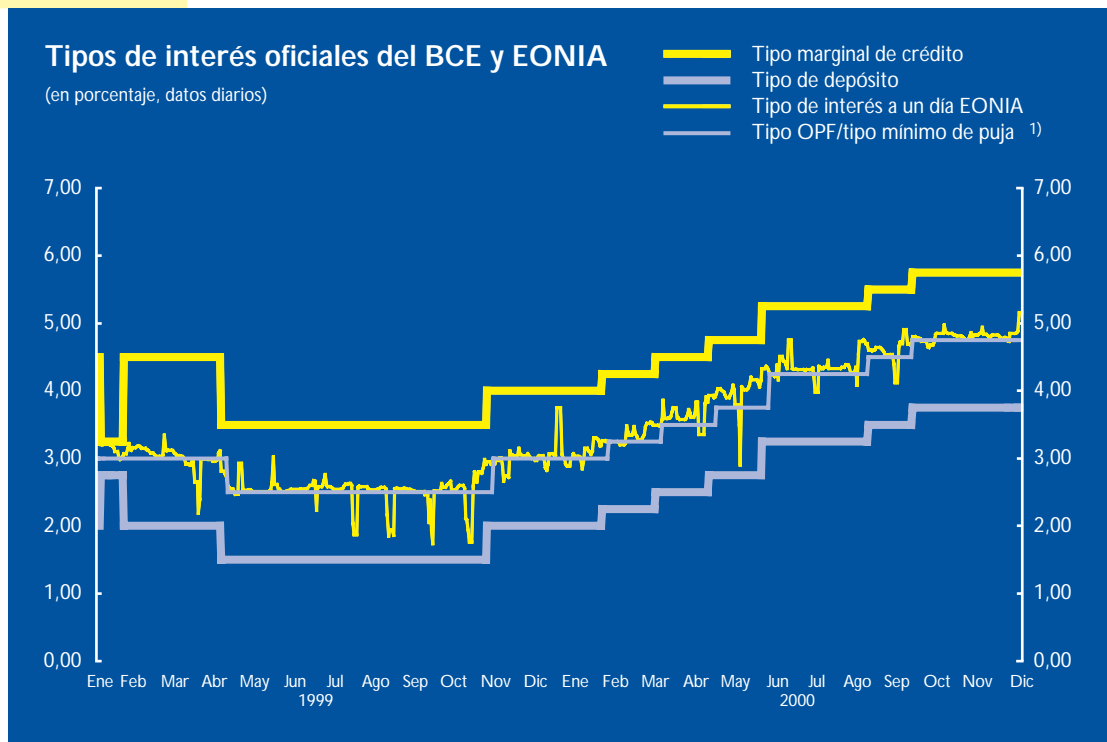
Para ser aceptados en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, los activos de garantía deben cumplir una serie de requisitos, cuyo fin es evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas, garantizar el trato equitativo de las entidades de contrapartida y promover la eficiencia operativa. Para respetar el principio de igualdad de trato, el Eurosistema acepta como activos de garantía instrumentos emitidos por emisores públicos o privados.

Debido a las diferencias existentes en la estructura financiera de los Estados miembros, se distinguen -principalmente a efectos internos del Eurosistema- dos categorías de activos que pueden ser

seleccionados para las operaciones de política monetaria. Estas dos categorías se denominan lista «uno» y lista «dos». La lista «uno» incluye los instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección especificados por el BCE para el conjunto de la zona del euro. La lista «dos» comprende otros activos, negociables y no negociables, que son de especial importancia en los distintos mercados financieros y sistemas bancarios nacionales, y cuyos criterios de selección los establecen los BCN de conformidad con los requisitos mínimos definidos por el BCE.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, pueden obtener fondos del BCN del Estado miembro en el que estén establecidas, haciendo uso de activos situados en otro Estado miembro. Este mecanismo transfronterizo garantiza que todas las entidades de la zona del euro puedan utilizar la totalidad de activos de la lista «uno» del BCE y de las listas «dos» nacionales. Por último, todos los activos de garantía están sujetos a medidas de control de riesgos específicas, que se definen teniendo en cuenta las prácticas del mercado.

Gráfico 4.1



1) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación (OPF) se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés variable. El tipo mínimo de puja es el tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar. Antes del 8 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación se ejecutaban mediante subastas a tipo de interés fijo (véase sección 4.3).

Banda de fluctuación de los tipos de interés de las facilidades permanentes

Al fijar los tipos de interés de las facilidades permanentes, el Consejo de Gobierno determina la banda de fluctuación del tipo de interés a un día del mercado monetario. El gráfico 4.1, que presenta la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE desde el inicio de la tercera fase de la UEM, muestra también que los

3 El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), publicado por la Federación Bancaria Europea, es la media ponderada de todos los préstamos a un día no garantizados, de acuerdo con la información facilitada por un panel compuesto por las entidades de crédito más activas en el mercado monetario.

tipos de interés de las facilidades permanentes han constituido el límite superior y el límite inferior del tipo de interés del mercado a un día (EONIA)³.

Como puede apreciarse en el gráfico 4.1, el EONIA ha estado próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, lo que demuestra la importancia de estas operaciones como principal instrumento de política monetaria del Eurosistema. Las fluctuaciones del EONIA que se observan en el gráfico reflejan, en gran medida, condiciones de liquidez temporalmente holgadas o restrictivas en el mercado monetario (véase sección 4.4). El gráfico 4.1 muestra también la presencia de picos ocasionales en la evolución del EONIA. Estas dos características del EONIA están relacionadas con el sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se examina con más detalle en la sección 4.4. Por último, la diferencia entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, así como la diferencia entre los tipos de las facilidades permanentes y el de las operaciones principales de financiación, se mantuvieron estables entre abril de 1999 y diciembre del 2000. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 4.1, la diferencia entre los tipos de interés de las dos facilidades permanentes puede variar. Asimismo, la banda definida por los tipos de estas facilidades ha sido ocasionalmente asimétrica respecto al tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

4.3 Operaciones de mercado abierto

Dependiendo de su finalidad y regularidad y de los procedimientos utilizados, las operaciones de mercado abierto del Eurosistema pueden dividirse en las cuatro categorías siguientes: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales (véanse cuadro 4.1 y recuadro 4.2).

Operaciones principales de financiación

Tal como se señalaba anteriormente, las operaciones principales de financiación son las operaciones de mercado abierto más importantes llevadas a cabo por el Eurosistema, pues desempeñan un papel primordial para controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez en el mercado y señalar la orientación de la política monetaria. También son la principal fuente de financiación del sector bancario y las realizan los BCN de forma descentralizada.

Las operaciones principales de financiación son operaciones de inyección de liquidez, que tienen un vencimiento de dos semanas y se ejecutan cada semana mediante subastas estándar. En el contexto del marco operativo del Eurosistema, las subastas «estándar» son operaciones que se realizan de conformidad con un calendario anunciado previamente y se ejecutan dentro de las 24 horas que transcurren entre el anuncio de la subasta y la notificación del resultado. Todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección pueden participar en estas operaciones. En principio, todas las entidades de crédito situadas en la zona del euro pueden ser entidades de contrapartida del Eurosistema (véase recuadro 4.1).

El Eurosistema puede llevar a cabo subastas a tipo de interés fijo o a tipo de interés variable. En el primer caso, el Consejo de Gobierno determina previamente el tipo de interés, y las entidades de contrapartida solicitan los fondos que desean obtener a dicho tipo. En el segundo caso, las entidades de contrapartida pujan por el volumen

El EONIA, los tipos de interés oficiales del BCE y el sistema de reservas mínimas

Cuatro categorías de operaciones de mercado abierto

Funciones de las operaciones principales de financiación

Subastas estándar

Subastas a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable

de liquidez y el tipo de interés al que desean llevar a cabo la operación. El Consejo de Gobierno puede fijar un tipo mínimo de puja para las subastas a tipo de interés variable con el fin de señalar la orientación de la política monetaria. En ambos procedimientos, el BCE decide el volumen de liquidez inyectado. En una subasta a tipo de interés fijo, la adjudicación se efectúa por prorrateo entre las pujas de las distintas entidades en función de la relación entre la cantidad que se va a adjudicar y el volumen total solicitado. En una subasta a tipo de interés variable, las pujas con los tipos de interés más altos son las primeras en cubrirse y, después, se van aceptando sucesivamente las de tipos de interés más bajos, hasta agotar la liquidez total que se va a adjudicar. Para el tipo de interés más bajo adjudicado, es decir, el «tipo marginal de adjudicación», la adjudicación se efectúa por prorrateo entre las pujas, en función del volumen total de liquidez a adjudicar decidido por el BCE.

Procedimientos a tipo de interés único y a tipo de interés múltiple

Las subastas a tipo de interés variable pueden dividirse también en: subastas a «tipo de interés único», en las que el tipo marginal de adjudicación se aplica a todas las pujas aceptadas, y las subastas a «tipo de interés múltiple», en las que el tipo de adjudicación es igual al tipo de interés ofertado en cada una de las pujas.

Utilización de los procedimientos de subasta en los años 1999 y 2000

Desde el inicio de 1999 y hasta junio del 2000, el Eurosistema ejecutó las operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo. A partir del 27 de junio de 2000, estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja, y utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple. Este cambio fue motivado por las fuertes sobrepujas que venían produciéndose en las operaciones principales de financiación a tipo de interés fijo, como consecuencia de la existencia de un amplio y persistente diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y el tipo fijo aplicado a las operaciones principales de financiación a principios del 2000 (véase gráfico 4.1). A su vez, este diferencial tuvo su origen, fundamentalmente, en las expectativas del mercado respecto a futuras subidas de los tipos de interés oficiales del BCE, en especial en la primavera del 2000. El diferencial entre los tipos de mercado y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE hizo que a las entidades de crédito les resultara sumamente atractivo obtener liquidez del banco central y que, por lo tanto, presentaran pujas muy elevadas. Por el contrario, las subastas a tipo de interés variable no ofrecen ningún aliciente para sobrepujar, dado que las entidades de crédito tendrían que pagar un precio más elevado para conseguir un mayor volumen de liquidez.

Publicación de las necesidades de liquidez

Al tiempo que se cambió al procedimiento de subastas a tipo de interés variable, el Eurosistema empezó también a publicar cada semana una estimación de las necesidades de liquidez del sistema bancario hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente operación principal de financiación, con el fin de facilitar la tarea de las entidades de contrapartida a la hora de preparar sus pujas. Los factores determinantes de las necesidades de liquidez del sistema bancario se describen en la sección 4.6.

Operaciones de financiación a plazo más largo

Operaciones de financiación a plazo más largo

Además de las operaciones principales de financiación semanales, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones de financiación a plazo más largo, de periodicidad mensual y con vencimiento a tres meses. Estas operaciones tienen por objeto proporcionar financiación a más largo plazo al sistema bancario para evitar que toda la liquidez del mercado monetario tenga que renovarse cada dos semanas y

facilitar a las entidades de contrapartida el acceso a dicha financiación. Al igual que las operaciones principales de financiación, estas operaciones se realizan de forma descentralizada mediante subastas estándar, y todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección pueden participar en ellas (véase recuadro 4.1).

Al no considerarse conveniente que el Eurosistema influya en más de un punto en los tipos de interés del mercado monetario a todos los plazos, las operaciones de financiación a plazo más largo se han concebido de manera que el Eurosistema actúe como «aceptante de tipos de interés». Para que la señal procedente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema sea clara, las operaciones a plazo más largo se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable en las que el volumen de adjudicación se anuncia previamente. El Consejo de Gobierno anuncia con antelación el volumen a adjudicar en las próximas subastas y solamente satisface parte de las necesidades totales de liquidez del sistema bancario mediante estas operaciones.

En promedio, en los años 1999 y 2000, las operaciones a plazo más largo representaron el 26% del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto. En los dos primeros meses de 1999, se llevaron a cabo en forma de subastas a tipo de interés variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo de interés único. Desde marzo de 1999 se realizaron mediante el mismo tipo de subastas, pero con el procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple.

Operaciones de ajuste

El Eurosistema puede ejecutar también operaciones de mercado abierto con fines específicos, es decir, operaciones de ajuste, que no tienen ni periodicidad ni vencimiento normalizados. Las operaciones de ajuste pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez y tienen por objeto regular la situación de liquidez y controlar los tipos de interés del mercado monetario, en particular para suavizar los efectos que en estos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado. Las operaciones de ajuste pueden adoptar la forma de operaciones temporales, operaciones simples, *swaps* de divisas y captación de depósitos a plazo fijo, que se describen en el recuadro 4.2. Al final del 2000, el Eurosistema solo había llevado a cabo dos operaciones de ajuste.

Dada su finalidad, las operaciones de ajuste se realizan, normalmente, mediante subastas «rápidas», que se ejecutan en el plazo de una hora entre el anuncio de la subasta y la notificación de los resultados de la adjudicación. Las operaciones de ajuste pueden efectuarse también mediante procedimientos bilaterales, en los que el Eurosistema realiza una transacción con una o varias entidades de contrapartida sin que medie una subasta.

Debido a la posibilidad de que haya que adoptar rápidamente medidas en caso de que el mercado evolucione de forma imprevista, es conveniente que el Eurosistema mantenga un alto grado de flexibilidad en la especificación de las operaciones de ajuste. Por regla general, los BCN ejecutan estas operaciones de forma descentralizada. Sin embargo, el Consejo de Gobierno decidirá si, en circunstancias excepcionales, el BCE puede llevar a cabo operaciones bilaterales de ajuste. Por razones operativas, solo un número limitado de entidades de contrapartida puede participar en las operaciones de ajuste.

El Eurosistema como «aceptante de tipos de interés»

Inyección adicional de liquidez

Operaciones de ajuste

Subastas rápidas y procedimientos bilaterales

Elevado grado de flexibilidad

Operaciones estructurales

El marco operativo ofrece también al Eurosistema la posibilidad de ejecutar «operaciones estructurales», que tendrían por objeto ajustar la posición estructural de liquidez del Eurosistema frente al sistema bancario, es decir, el volumen de liquidez disponible en el mercado en un plazo más largo. Estas operaciones podrían realizarse mediante operaciones temporales, operaciones simples o la emisión de certificados de deuda (véase recuadro 4.2). A finales del 2000, el Eurosistema no había llevado a cabo ninguna operación estructural. En principio, pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez, con periodicidad regular o no regular, y podrían ejecutarse mediante subastas estándar sin vencimiento normalizado. Se realizarían de forma descentralizada y todas las entidades de

Recuadro 4.2

Tipos de operaciones de mercado abierto

Las operaciones temporales son el principal instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en todos los tipos de operaciones de inyección de liquidez. El Eurosistema dispone de otros tres instrumentos para las operaciones de ajuste: operaciones simples, *swaps* de divisas y captación de depósitos a plazo fijo. Por último, el BCE puede emitir certificados de deuda para las operaciones estructurales (véase cuadro 4.1).

1 Operaciones temporales

Las operaciones temporales son transacciones en las que el Eurosistema compra o vende activos de garantía mediante cesiones temporales o realiza operaciones de crédito utilizando como garantía dichos activos. Las operaciones temporales se emplean en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo. Además, el Eurosistema puede recurrir a ellas para llevar a cabo operaciones estructurales y de ajuste.

En las cesiones temporales, la diferencia entre el precio de compra y el precio de recompra equivale al interés devengado por la cantidad de dinero prestada o tomada en préstamo hasta el vencimiento de la operación, es decir, el precio de recompra incluye el interés correspondiente. El tipo de interés de una operación temporal en forma de préstamo garantizado se determina aplicando el tipo de interés específico del crédito durante el plazo de la operación.

2 Operaciones simples

Las operaciones simples de mercado abierto son operaciones en las que el Eurosistema realiza compras o ventas simples de activos en el mercado. Estas operaciones se ejecutan solo con fines estructurales y de ajuste.

3 Swaps de divisas

Los *swaps* de divisas realizados con fines de política monetaria consisten en operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas. Se utilizan con fines de ajuste, principalmente para gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés.

4 Captación de depósitos a plazo fijo

El Eurosistema puede proponer a las entidades de contrapartida que constituyan depósitos remunerados a plazo fijo en el BCN del Estado miembro en el que la entidad esté establecida. La captación de depósitos a plazo fijo se contempla solo para absorber liquidez del mercado dentro de las operaciones de ajuste.

5 Emisión de certificados de deuda del BCE

El BCE puede emitir certificados de deuda para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero y, así, crear o ampliar el déficit de liquidez del mercado.

contrapartida que cumplieran los criterios generales de selección estarían podrían participar en ellas.

4.4 Reservas mínimas

Descripción del sistema

El BCE exige a las entidades de crédito el mantenimiento de depósitos en cuentas de los BCN. Estos depósitos se denominan reservas «mínimas» u «obligatorias»⁴. El importe de las reservas obligatorias que cada entidad debe mantener se calcula en función de su base de reservas, que se define, a su vez, en función de las partidas del balance de la entidad. El cuadro 4.2 muestra los principales pasivos incluidos en la base de reservas.

Cabe señalar que los pasivos frente a otras entidades de crédito que figuran en la lista de entidades sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema, así como los pasivos frente al BCE y a los BCN, no se incluyen en la base de reservas.

Para determinar las reservas mínimas de una entidad se multiplica la base de reservas por un coeficiente de reservas. El BCE aplica a la mayor parte de las partidas incluidas en la base de reservas un coeficiente positivo uniforme, que se fijó en el 2% al inicio de la tercera fase de la UEM. La mayoría de los pasivos a corto plazo incluidos en el balance de las entidades de crédito están sujetos a un coeficiente de reservas positivo,

Reservas obligatorias
y base de reservas

Coeficiente de
reservas

Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas

(mm de euros; saldos a finales de diciembre del 2000)

Cuadro 4.2

(A) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas positivo

Depósitos (a la vista, a plazo hasta dos años y disponibles con preaviso hasta tres meses)	5.711
Valores distintos de acciones hasta a dos años	137
Instrumentos del mercado monetario	187
Total (A)	6.035

(B) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 0%

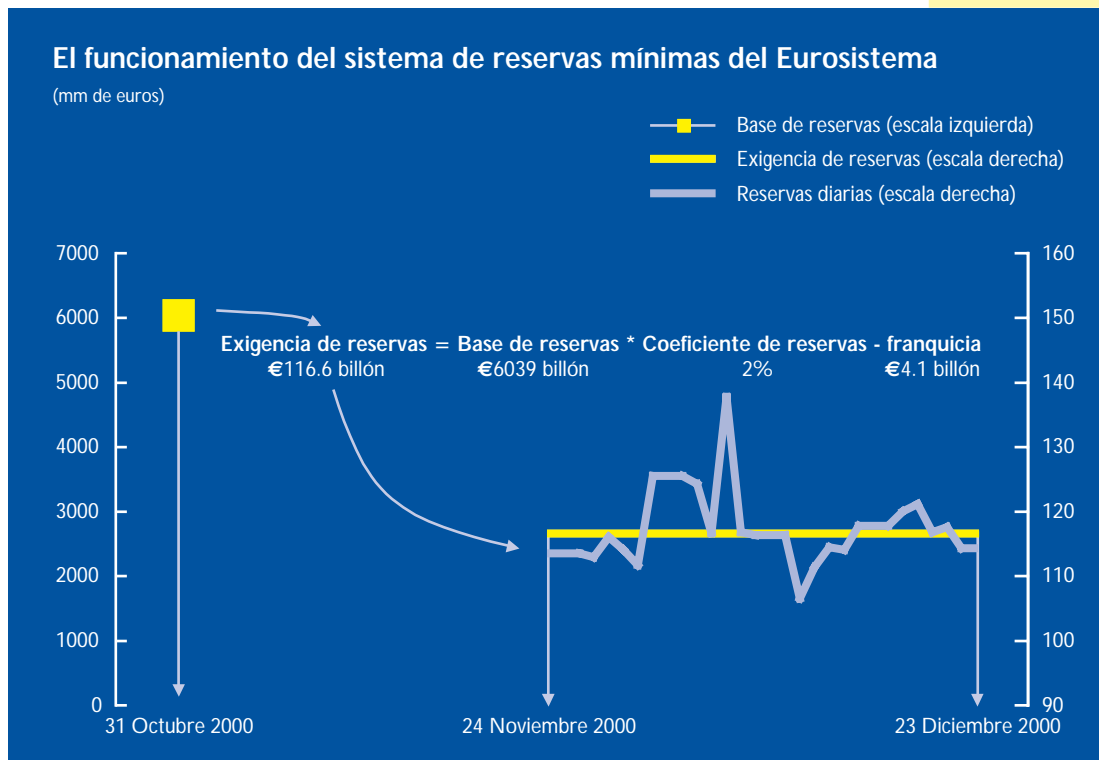
Depósitos (a plazo superior a dos años y disponibles con preaviso superior a tres meses)	1.274
Valores distintos de acciones a más de dos años	2.234
Cesiones temporales	528
Total (B)	4.036
Total base de reservas (A) + (B)	10.071

⁴ El marco jurídico del sistema de reservas mínimas del Eurosistema se establece en el artículo 19 de los Estatutos del SEBC. Los detalles de dicho sistema se definen en varios actos jurídicos, siendo los más importantes el Reglamento (CE) n° 2531/98 del Consejo relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo y el Reglamento (CE) n° 2818/98 del Banco Central Europeo relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/1998/15), en su versión modificada.

Franquicia	<p>pero, como puede apreciarse en el cuadro 4.2, ni los pasivos a largo plazo ni las cesiones temporales están sujetos a este coeficiente positivo.</p> <p>Tal como se señalaba anteriormente, las reservas mínimas que cada entidad debe mantener se calculan aplicando los coeficientes de reservas a la base de reservas. Las entidades pueden deducir de las reservas mínimas una franquicia uniforme, fijada en 100.000 euros al comienzo de la tercera fase de la UEM, que tiene por objeto reducir los costes administrativos derivados de gestionar un volumen muy pequeño de reservas mínimas.</p>
Mecanismo de promedios y período de mantenimiento de reservas	<p>Para cumplir con las exigencias de reservas, las entidades de crédito deben mantener saldos en sus cuentas corrientes en los BCN. A estos efectos, el sistema de reservas mínimas del Eurosistema permite a las entidades de contrapartida hacer uso de un mecanismo de promedios, lo que supone que el cumplimiento de las exigencias de reservas se determina, durante un período de mantenimiento de un mes, como una media de los saldos mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día. El período de mantenimiento comienza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente.</p>
Remuneración de las reservas obligatorias	<p>El Eurosistema ha procurado que el sistema de reservas mínimas no suponga una carga para el sistema bancario de la zona del euro ni un obstáculo para una asignación de recursos eficiente, por lo que las reservas obligatorias mantenidas por las entidades de crédito se remuneran. La remuneración que reciben es el tipo de interés medio, durante el período de mantenimiento, del tipo marginal (ponderado por el número de días naturales) de las operaciones principales de financiación. El tipo aplicado es, por lo tanto, muy próximo a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario.</p>
Determinación de las exigencias de reservas	<p>En el gráfico 4.2 se presenta un ejemplo de cálculo de las exigencias de reservas del Eurosistema durante el período de mantenimiento comprendido entre el 24 de noviembre y el 23 de diciembre de 2000. En este ejemplo, la base de reservas de las entidades de crédito se calcula a partir de los pasivos de su balance a 31 de octubre de 2000. Las exigencias de reservas para el período de mantenimiento que empieza el 24 de noviembre y termina el 23 de diciembre se establecen aplicando el coeficiente de reservas del 2% a la base de reservas correspondiente y deduciendo la franquicia. La línea azul que aparece en el gráfico 4.2 muestra cómo funciona el mecanismo de promedios en el sistema de reservas mínimas del Eurosistema. Los saldos mantenidos por las entidades de crédito en las cuentas de reservas pueden fluctuar libremente en torno a las reservas mínimas exigidas, siempre que el nivel medio mantenido en dichas cuentas sea al menos igual a las reservas exigidas para la totalidad del período de mantenimiento. En el ejemplo, el nivel medio de los saldos mantenidos por las entidades de crédito en cuentas de reservas en el Eurosistema se situaba en 117,2 mm de euros, lo que suponía un exceso de reservas de 0,6 mm de euros respecto a las reservas mínimas exigidas, que eran de 116,6 mm de euros.</p>

Funciones

La función principal del sistema de reservas mínimas del Eurosistema es la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario. Esta función se lleva a cabo a través del mecanismo de promedios, que permite a las entidades de crédito suavizar las



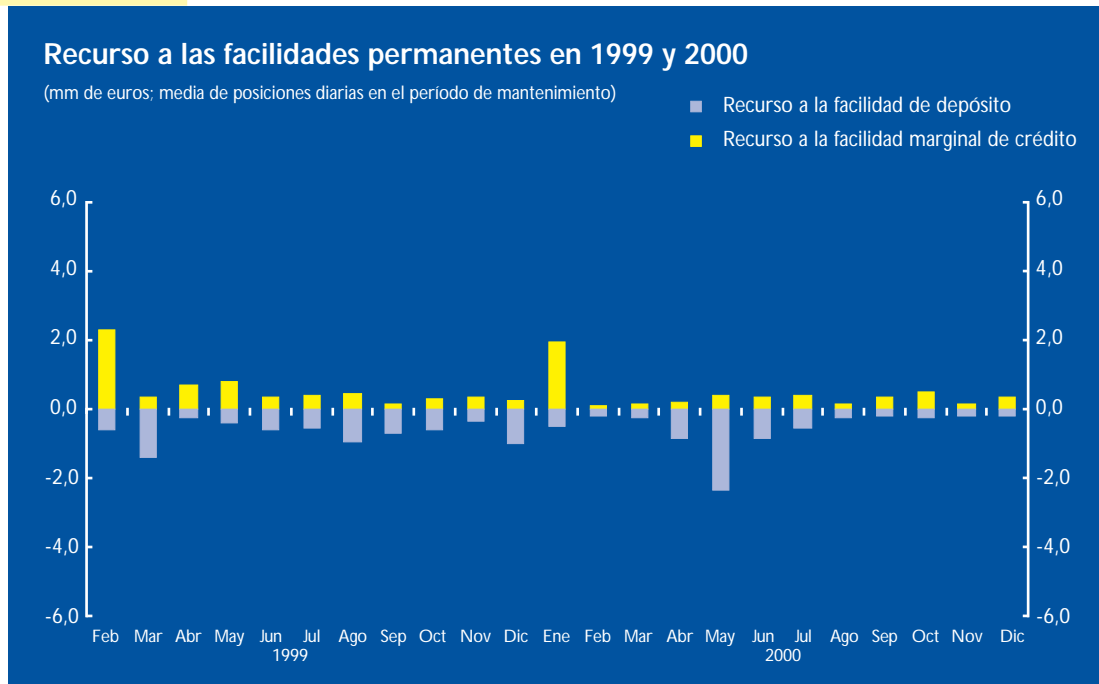
Fuente: BCE.

fluctuaciones diarias de la liquidez (es decir, las derivadas de oscilaciones en la demanda de billetes), dado que los desequilibrios de carácter transitorio que se produzcan en las reservas pueden compensarse con desequilibrios de signo contrario en el mismo período de mantenimiento. Este mecanismo permite también a las entidades de crédito conceder préstamos en el mercado e incurrir en un déficit de reservas cuando los tipos de interés del mercado monetario a más corto plazo se sitúen por encima de los niveles previstos para el resto del período de mantenimiento. En el caso contrario, pueden tomar prestado en el mercado y mantener un excedente de reservas. En teoría, este «arbitraje intertemporal» debería garantizar la igualdad, durante el período de mantenimiento, entre el nivel actual de los tipos de interés del mercado monetario a más corto plazo y nivel el esperado al final del período de mantenimiento. Este mecanismo estabiliza el tipo de interés a un día durante dicho período, con lo que se evitan frecuentes intervenciones del banco central en el mercado monetario. El mecanismo de promedios funciona con gran flexibilidad durante el período de mantenimiento. Sin embargo, al final del período, las reservas mínimas se convierten en obligatorias y las entidades de crédito ya no pueden trasladar un déficit o excedente de liquidez al futuro. Esto explica los picos que se observan en el EONIA hacia el final de cada período de mantenimiento, como puede apreciarse en el gráfico 4.1.

Una segunda función encomendada al sistema de reservas mínimas es la ampliación del déficit estructural de liquidez del sistema bancario. El mantenimiento obligatorio de reservas en los BCN por parte de las entidades de crédito contribuye

Estabilización de los tipos de interés del mercado monetario

Gráfico 4.3



Fuente: BCE.

Nota: El eje de abscisas representa el mes en el que termina el período de mantenimiento (obsérvese que el primer período de mantenimiento concluyó en febrero de 1999).

Ampliación del déficit estructural de liquidez

Facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito

Importantes en circunstancias excepcionales...

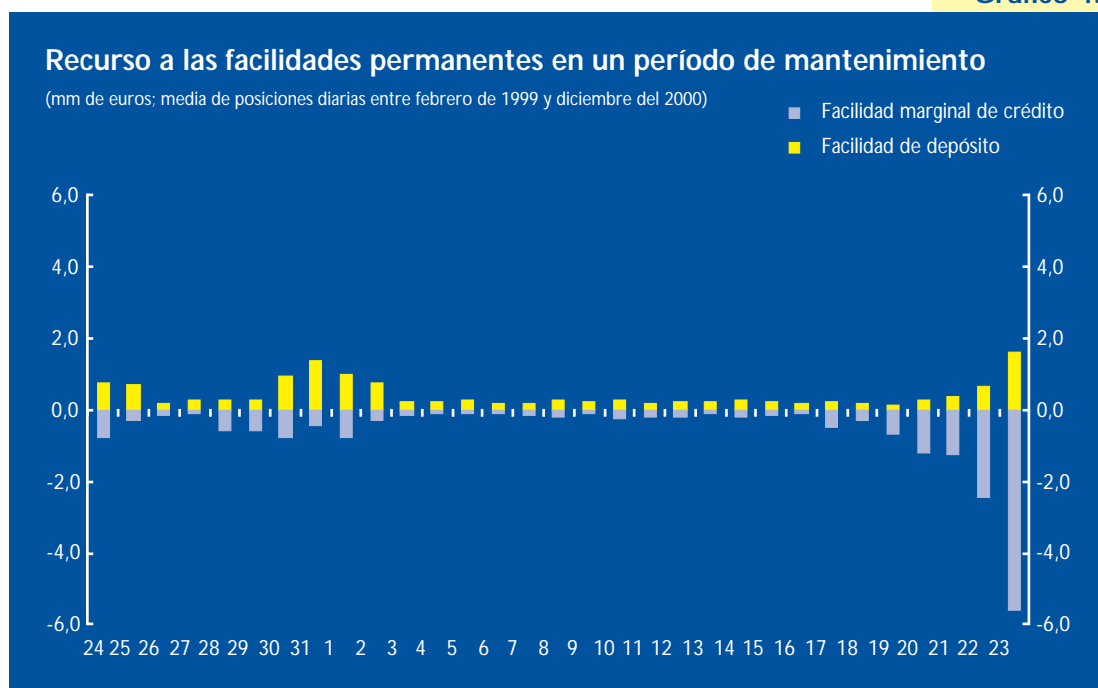
a aumentar la demanda de financiación del banco central, lo que, a su vez, facilita la tarea del BCE a la hora de controlar los tipos de interés del mercado monetario mediante operaciones regulares de inyección de liquidez.

4.5 Facilidades permanentes

Tal como se indicaba anteriormente, el Eurosistema instrumenta también la política monetaria fijando los tipos de interés de las facilidades permanentes, que tienen por objeto proporcionar o absorber liquidez a un día a iniciativa de las entidades de contrapartida. Estas pueden recurrir a dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. Los tipos de interés aplicados a estas facilidades son, por lo general, desfavorables respecto a los tipos de interés del mercado, con lo que se reduce notablemente el aliciente que las facilidades permanentes pueden presentar para las entidades de crédito.

El gráfico 4.3 muestra la utilización media diaria de las facilidades permanentes registrada en los años 1999 y 2000. La cifra alcanzada se mantuvo, en general, por debajo de los mil millones de euros, confirmando que estas facilidades solo sirven para inyectar y absorber liquidez en circunstancias excepcionales. La introducción del euro a principios de 1999 y la transición al año 2000 fueron ejemplos de tales circunstancias excepcionales y explican el nivel relativamente elevado de recurso a la facilidad marginal de crédito durante los períodos de mantenimiento que terminaron en febrero de 1999 y enero del 2000, respectivamente⁵.

Gráfico 4.4



Fuente: BCE.

En el gráfico 4.4 se presenta el perfil típico del recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento de reservas. Como puede apreciarse en el gráfico, la utilización de las facilidades permanentes es mayor al final del período de mantenimiento de reservas⁶. Ello se debe al mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas, que permite a las entidades de crédito registrar déficit y excedentes diarios de liquidez y adelantar el cumplimiento de las exigencias de reservas o retrasarlo hasta el final del período de mantenimiento. El cumplimiento de estas exigencias no es obligatorio hasta el último día del período de mantenimiento, cuando ya no pueden compensarse entre sí los déficit o excedentes de liquidez del período.

... y al final del período de mantenimiento de reservas

4.6 Liquidez del banco central y necesidades de liquidez del sistema bancario

En resumen, el marco operativo es el conjunto de instrumentos y procedimientos que un banco central utiliza para controlar los tipos de interés, señalar la orientación de la política monetaria y gestionar la liquidez en el mercado monetario. Debido a su necesidad de billetes y, sobre todo, a la obligación de cumplir las exigencias de reservas, el sistema bancario de la zona del euro tiene un déficit agregado de liquidez y depende de la financiación del Eurosistema. En este contexto, el Eurosistema

El Eurosistema como proveedor de liquidez

5 El primer período de mantenimiento fue más largo de lo normal, dado que empezó el 1 de enero y terminó el 23 de febrero de 1999.
 6 El gráfico 4.4 refleja, asimismo, un nivel de utilización relativamente elevado hacia finales de mes. Sin embargo, este resultado se ve sensiblemente influido por las circunstancias especiales que rodearon la transición al año 2000.

Balance consolidado del Eurosistema

Activo

actúa como proveedor de liquidez, lo que le permite controlar los tipos de interés y transmitir los impulsos de política monetaria a toda la zona del euro.

El balance consolidado del Eurosistema puede ayudar a ilustrar la interacción entre el Eurosistema y el sistema bancario, tal como puede verse en el cuadro 4.3, que presenta un balance normalizado de banco central simplificado.

Por el lado del activo, existen tres principales partidas de inyección de liquidez: «financiación de entidades de crédito», «facilidad marginal de crédito» y «activos exteriores netos». La «financiación de entidades de crédito» se refiere al saldo vivo de las operaciones de inyección de liquidez de mercado abierto. En el caso del Eurosistema, estas operaciones incluyen siempre las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo. Las operaciones de inyección de liquidez de ajuste y las operaciones estructurales quedarían también incluidas en esta partida. La «facilidad marginal de crédito» corresponde al crédito a un día concedido por el banco central a las entidades de

Cuadro 4.3

Estructura del balance de un banco central

El balance normalizado de un banco central

ACTIVO

Financiación de entidades de crédito

Facilidad marginal de crédito

Activos exteriores netos

PASIVO

Saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes (reservas)

Facilidad de depósito

Billetes en circulación

Depósitos de las AAPP

Otros factores (neto)

Puede reorganizarse de la manera siguiente:

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ MEDIANTE OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

«financiación de entidades de crédito»

más «facilidad marginal de crédito»

menos «facilidad de depósito»

igual a

FACTORES AUTÓNOMOS

«billetes en circulación»

más «depósitos de las AAPP»

menos «activos exteriores netos»

más «otros factores (neto)»

más

RESERVAS

«saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes»

crédito que recurren a esta facilidad. Los «activos exteriores netos» son los activos en moneda extranjera mantenidos por el banco central, netos de todos los pasivos denominados en moneda extranjera de dicho banco.

Por el lado del pasivo, existen cinco partidas principales: «saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes», «facilidad de depósito», «billetes en circulación», «depósitos de las AAPP» y «otros factores (neto)». Los «saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes» se refieren a los saldos mantenidos por las entidades de crédito en el banco central para hacer frente a las obligaciones de liquidación de pagos derivadas de las operaciones interbancarias, así como para cumplir las exigencias de reservas (también denominadas simplemente «reservas»). La facilidad de depósito es el recurso total a un día a esta facilidad permanente. Los «billetes en circulación» representan el número de billetes puestos en circulación por el banco central a petición de las entidades de crédito. Esta es, por lo general, la partida más importante del pasivo. Los «depósitos de las AAPP» reflejan la existencia de saldos en cuentas corrientes mantenidos por el Tesoro de cada país en los respectivos BCN. Por último, los «otros factores netos» corresponden a un saldo contable que comprende las demás partidas del balance.

Desde el punto de vista contable, los totales del activo y del pasivo deben ser siempre iguales. Para comprender cómo opera un banco central, es conveniente dividir el balance en tres elementos. Esta división viene recogida en los tres paneles inferiores del cuadro 4.3, en los que se observa que la liquidez neta suministrada efectivamente por el banco central a las entidades de crédito es la suma de dos elementos. El primer elemento comprende los «factores autónomos» («billetes en circulación» más «depósitos de las AAPP» menos «activos exteriores netos» más «otros factores (neto)», que son el resultado neto del resto de partidas del balance que afectan a la liquidez del mercado monetario). Estos factores influyen en la liquidez del sistema bancario y se denominan «autónomos» en la jerga de los bancos centrales porque no son, en general, el resultado del empleo de instrumentos de política monetaria⁷. El segundo elemento está compuesto por las «reservas» de las entidades de crédito («saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes»). La suma de los «factores autónomos» y las «reservas» es igual a la liquidez proporcionada mediante las operaciones de política monetaria («financiación de entidades de crédito» más «facilidad marginal de crédito» menos «facilidad de depósito»).

Pasando de este análisis esquemático al balance del Eurosistema, el cuadro 4.4 muestra la contribución de las principales partidas a la liquidez del sistema bancario en el periodo comprendido entre el 24 de noviembre y el 23 de diciembre de 2000. El mayor volumen de liquidez se proporcionó mediante operaciones principales de financiación. Una inyección adicional se realizó mediante operaciones de financiación a plazo más largo. En general, las facilidades permanentes y otras operaciones, como las operaciones de ajuste, solo tienen una incidencia marginal en la liquidez del sistema bancario.

En la segunda parte del cuadro 4.4 figuran los «factores autónomos». El efecto de absorción de liquidez de los factores autónomos viene generado,

⁷ Algunos de los factores autónomos no están bajo control de las autoridades monetarias («billetes en circulación» y «depósitos de las AAPP»). Otros factores, como los «activos exteriores netos», pueden estar bajo su control, pero las operaciones realizadas con estos activos no están relacionadas, normalmente, con a operaciones de política monetaria, salvo en el caso de los swaps de divisas (véase cuadro 4.2).

Pasivo

Oferta y demanda de liquidez

Contribución de las principales partidas

Cuadro 4.4**Contribuciones a la liquidez del sistema bancario**

(mm de euros; media diaria de saldos entre el 24 de noviembre y el 23 de diciembre de 2000)

	Inyección de liquidez (activo)	Absorción de liquidez (pasivo)	Contribución neta
Operaciones de política monetaria del Eurosistema			
Operaciones principales de financiación	210,4	-	+ 210,4
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,4	0,4	+ 0,0
Otras operaciones ¹⁾	0,0	0,0	0,0
TOTAL (a)	255,7	0,4	255,4
Factores autónomos que afectan a la liquidez del sistema bancario			
Billetes en circulación	-	360,4	- 360,4
Depósitos de las AAPP en el Eurosistema	-	61,1	- 61,1
Activos exteriores netos	394,4	-	+ 394,4
Otros factores (neto)	-	111,1	- 111,1
TOTAL (b)	394,4	532,6	- 138,2
Reservas = Saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema			
Reservas obligatorias (c)			116,6
Exceso de reservas (d)			0,6
TOTAL (a)+(b) = (c)+(d)			117,2

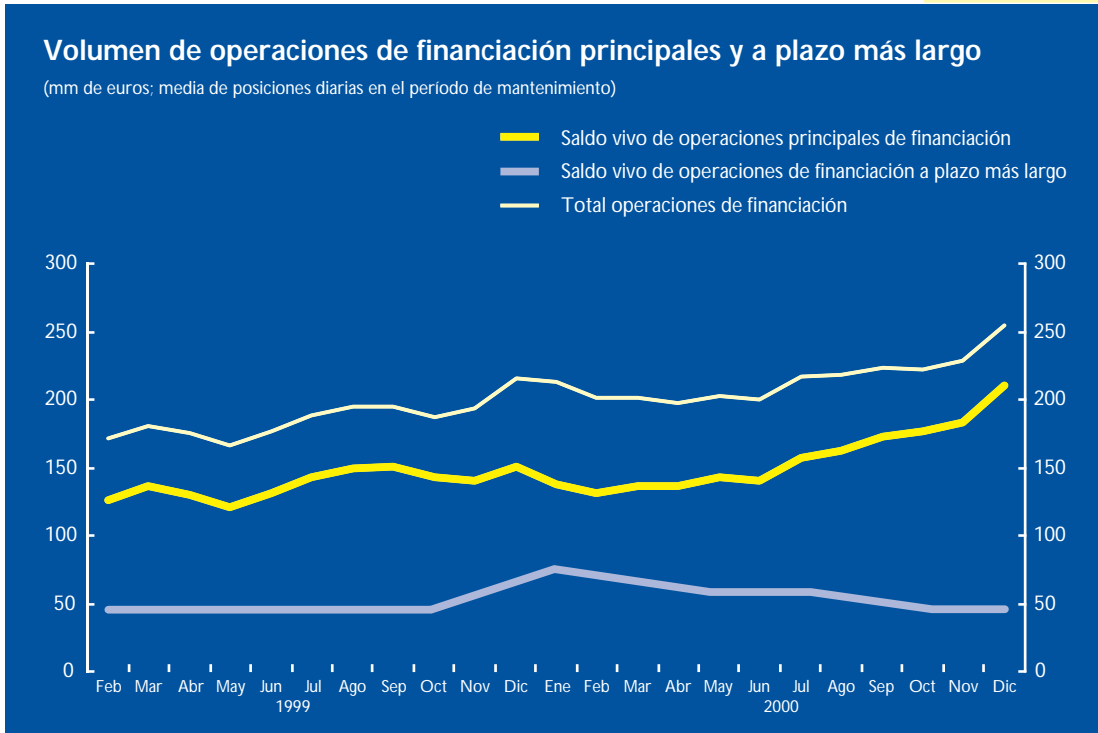
Fuente: BCE.

1) Se excluyen las operaciones simples, así como los certificados de deuda emitidos por los BCN en la segunda fase de la UEM y todavía en circulación en el período considerado en el presente cuadro.

Factores autónomos

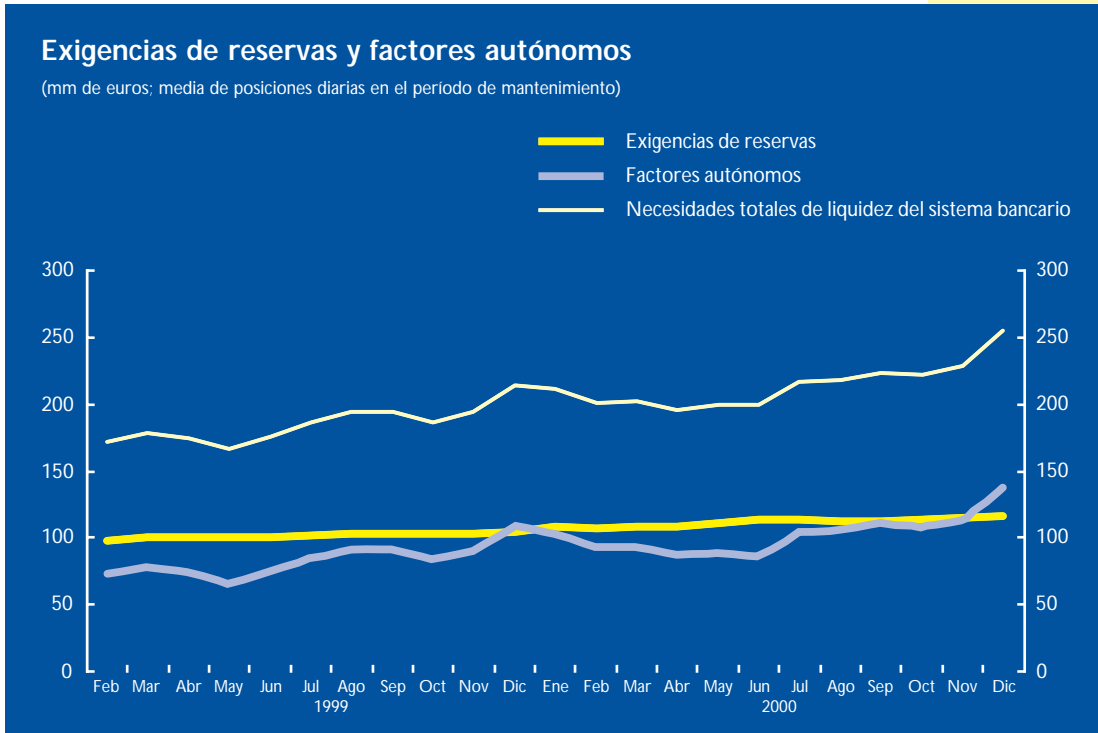
principalmente, por los billetes en circulación y los depósitos de las AAPP en el Eurosistema. Los billetes en circulación absorben la liquidez del sistema bancario porque proceden del banco central y las entidades de crédito deben tomar fondos prestados del banco central para conseguirlos. También se produce un efecto contrario sobre la liquidez del sistema bancario en relación con los activos exteriores netos mantenidos por el Eurosistema. Las compras de activos exteriores por el Eurosistema inyectan liquidez en el sistema bancario y reducen la necesidad de llevar a cabo operaciones de política monetaria de inyección de liquidez. Las reservas obligatorias tienen un efecto de absorción de liquidez de proporciones similares a las de todos los factores autónomos en conjunto. La diferencia entre los saldos mantenidos por las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema y las reservas obligatorias constituye el «excedente de reservas».

Gráfico 4.5



Fuente: BCE.

Gráfico 4.6



Fuente: BCE.

Importancia relativa de los factores de inyección de liquidez

Importancia relativa de los factores de absorción de liquidez

Escasa volatilidad de los tipos de interés a corto plazo

Clara señalización de la orientación de la política monetaria

Marco operativo flexible

Los gráficos 4.5 y 4.6 muestran la evolución de las principales operaciones de inyección y absorción de liquidez en los años 1999 y 2000. En el gráfico 4.5 se observa que el mayor volumen de liquidez fue inyectado a través de las operaciones principales de financiación, reflejando el papel primordial desempeñado por este instrumento de política monetaria. Las operaciones de financiación a plazo más largo proporcionaron un volumen de liquidez adicional, que, como puede apreciarse en el gráfico 4.5, osciló entre 45 mm de euros y 75 mm de euros durante el período considerado.

El gráfico 4.6 recoge la evolución de los dos factores principales que crean un déficit estructural de liquidez en el sistema bancario. Las exigencias de reservas representan habitualmente más de la mitad de las necesidades totales de liquidez del sistema bancario. El efecto total de absorción de liquidez de los factores autónomos ha aumentado con el tiempo, hasta alcanzar casi el mismo nivel que las exigencias de reservas al final del período analizado.

4.7 Experiencia de los años 1999 y 2000

El marco operativo del Eurosistema funciona eficazmente desde comienzos de 1999, permitiendo que el BCE controle la situación de liquidez y los tipos de interés a corto plazo con toda fluidez. En los dos primeros años de la tercera fase de la UEM, la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se ha mantenido por debajo del nivel registrado en casi todos los demás mercados monetarios. Esta escasa volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se consiguió sin recurrir apenas a las operaciones de ajuste, es decir, solo con la utilización de un sistema de reservas mínimas y un mecanismo de promedios, unido a operaciones de mercado abierto semanales. La estabilidad del mercado monetario contribuye a una transmisión eficiente de la política monetaria a la economía, además de reflejar la elevada credibilidad del banco central en cuanto a su capacidad para llevar a cabo operaciones y gestionar la liquidez.

La ejecución de operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo hasta junio del 2000 contribuyó a señalar claramente la orientación de la política monetaria. Lo mismo ocurrió con la aplicación del procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja a partir de junio del 2000. Este sistema funcionó satisfactoriamente, tal como indica el diferencial relativamente estrecho entre el tipo marginal de adjudicación y el tipo mínimo de puja. Por otro lado, la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvo tan baja como durante el período en el que se realizaban subastas a tipo de interés fijo.

Por último, el marco operativo -tanto con subastas semanales con vencimiento a dos semanas como con subastas mensuales con vencimiento a tres meses- ha cumplido los objetivos de proporcionar liquidez a plazo más largo a las entidades de crédito y ofrecer al Eurosistema la flexibilidad suficiente para controlar la liquidez con la debida precisión en el corto plazo. El marco operativo ha mostrado también un elevado grado de flexibilidad para adaptarse a entornos financieros cambiantes. Prueba de ello han sido las medidas relativamente importantes adoptadas por numerosos bancos centrales de todo el mundo con vistas a la preparación a la transición al nuevo milenio, en comparación con los cambios relativamente limitados realizados por el Eurosistema.

5 Decisiones de política monetaria adoptadas en los años 1999 y 2000

El presente capítulo describe la instrumentación de la política monetaria en los dos primeros años de la tercera fase de la UEM. En abril de 1999, en un contexto de bajas presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno decidió recortar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación desde el 3% hasta el 2,5%. Sin embargo, después del verano de ese mismo año, la situación fue cambiando paulatinamente. El crecimiento monetario siguió siendo superior al valor de referencia. Al mismo tiempo, las presiones sobre los precios aumentaron, como consecuencia, principalmente, de la incidencia negativa de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro. Además, persistió el fuerte crecimiento del PIB real. Con el fin de mantener la estabilidad de precios, entre noviembre de 1999 y octubre del 2000, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales del BCE en un total de 225 puntos básicos.

5.1 Evolución general

Comienzos de 1999

El proceso de convergencia que desembocó en la tercera fase de la UEM concluyó con éxito cuando el BCE se hizo cargo de la política monetaria de la zona del euro el 1 de enero de 1999. Al haberse logrado la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno pudo mantener los tipos de interés en niveles muy bajos. El tipo de interés de la primera operación principal de financiación (para más detalles sobre la instrumentación de la política monetaria, véase el capítulo 4) se fijó en el 3%, el de la facilidad marginal de crédito, en el 4,5% y el de la facilidad de depósito, en el 2%. Estos tipos de interés se habían anunciado oficialmente el 22 de diciembre de 1998, tras una reducción coordinada de los tipos de interés oficiales aplicados por los BCN de los países que habían adoptado el euro, acordada a comienzos de diciembre de 1998. Con esta medida se completaba el proceso de convergencia de los tipos de interés oficiales que se había desarrollado en el período previo a la tercera fase.

Al inicio de la tercera fase, con el fin de facilitar la transición al mercado monetario único, el Consejo de Gobierno adoptó, temporalmente, una «banda estrecha» para los tipos de interés de mercado a corto plazo. En el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se fijaron en el 3,25% y el 2,75%, respectivamente. Estas medidas transitorias expiraron el 22 de enero de 1999, fecha en la que empezaron a aplicarse los tipos de interés de las facilidades permanentes establecidos en diciembre (véase gráfico 4.1).

En el primer trimestre de 1999, los precios mantuvieron una senda muy moderada. En enero y febrero, el nivel de la inflación medida por el IAPC no experimentó cambios con respecto a diciembre de 1998, permaneciendo en el 0,8% (véase gráfico 5.3). En este contexto de baja inflación, comenzaron a aparecer indicios de que la desaceleración de la actividad económica en la zona del euro podría ser más pronunciada de lo previsto a finales de 1998. Esta ralentización se debió, fundamentalmente, a la mayor debilidad de la demanda exterior, derivada de la crisis asiática que se produjo a finales de 1997, y a la disminución de la confianza que acompañó a las perturbaciones provocadas en los mercados internacionales por la crisis rusa del verano de 1998. El crecimiento del PIB real descendió notablemente

Transferencia de la política monetaria al BCE

Una banda estrecha de tipos de interés para facilitar la transición

Riesgos a la baja para la estabilidad de precios a comienzos de 1999

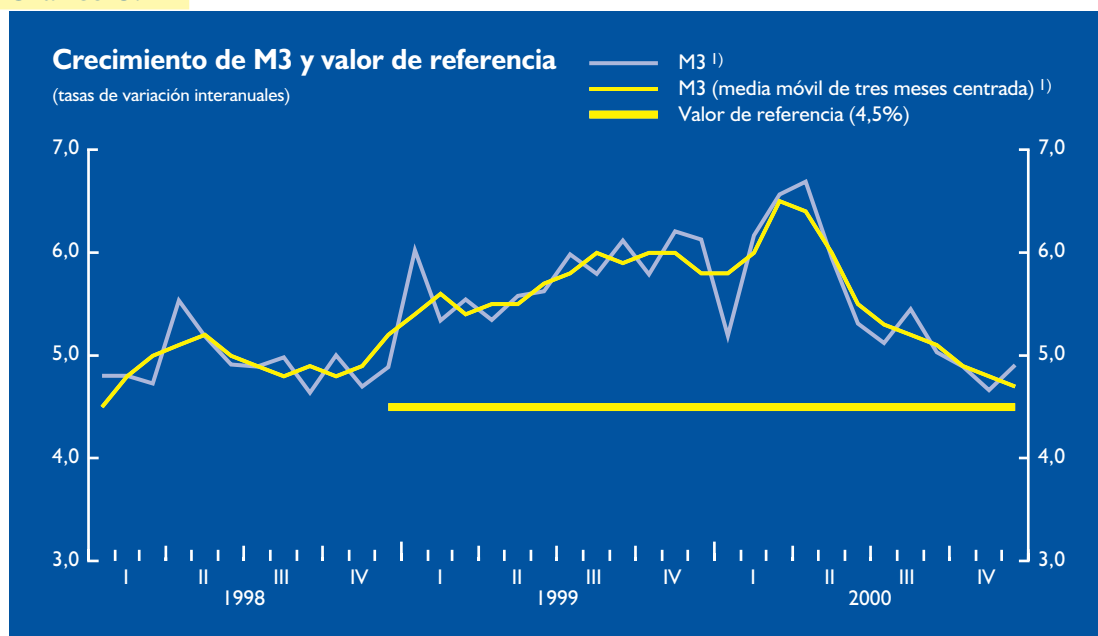
en el último trimestre de 1998 y las exportaciones registraron un crecimiento negativo. Por consiguiente, a principios de 1999 se hizo cada vez más patente la existencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios en el medio plazo.

Sin embargo, a la hora de formular la respuesta de política monetaria a estos riesgos a la baja para la estabilidad de precios, hubo que tener en cuenta el hecho de que, a comienzos de 1999, algunos indicadores parecían apuntar en la dirección opuesta. Concretamente, la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3, en el período comprendido entre diciembre de 1998 y febrero de 1999, se situó por encima del valor de referencia para el crecimiento de M3, establecido en el 4,5% (véase gráfico 5.1). El crédito al sector privado estaba creciendo rápidamente, a una tasa interanual del orden del 10% a principios de 1999, lo que difícilmente se conciliaba con los indicios de debilitamiento de la actividad económica (véase gráfico 5.2). Por otro lado, pese a la desaceleración de la actividad, la confianza de los consumidores seguía siendo relativamente alta. Por último, los precios del petróleo comenzaron a subir a partir de mediados de febrero y el euro se depreció en términos efectivos en los primeros meses del año (véase gráfico 5.4), dos factores que también ejercieron presiones al alza sobre los precios.

Los datos de M3 pueden haberse visto afectados por factores específicos

La valoración de la evolución monetaria a comienzos de 1999 se complicó más por la incertidumbre sobre la medida en que los agregados monetarios se habían visto afectados durante la transición a la tercera fase de la UEM. De hecho, se consideró probable que el pronunciado crecimiento de M3 observado en enero de 1999 pudiera deberse a factores específicos, tales como cambios en los sistemas de recopilación de información estadística o la implantación del nuevo sistema de reservas mínimas.

Gráfico 5.1



Fuente: BCE.

I) Series ajustadas de las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la zona del euro.

En resumen, dada esta incertidumbre y la desviación moderada de M3 con respecto al valor de referencia, el Consejo de Gobierno no estimó que la evolución monetaria entrañara riesgos al alza para la estabilidad de precios en aquel momento. Por lo tanto, en un contexto en el que las tasas de inflación observadas se situaban sensiblemente por debajo del límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE, y en vista de las probables presiones a la baja sobre la evolución futura de los precios asociadas a un debilitamiento de la actividad económica, el Consejo de Gobierno decidió, el 8 de abril de 1999, rebajar en 50 puntos básicos el tipo de las operaciones principales de financiación, hasta situarlo en el 2,5%. Simultáneamente, el Consejo de Gobierno redujo el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito hasta el 3,5% y el de la facilidad de depósito, hasta el 1,5%, estableciendo, de ese modo, una banda de tipos simétrica en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Se adoptaron estas decisiones como medida cautelar para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo.

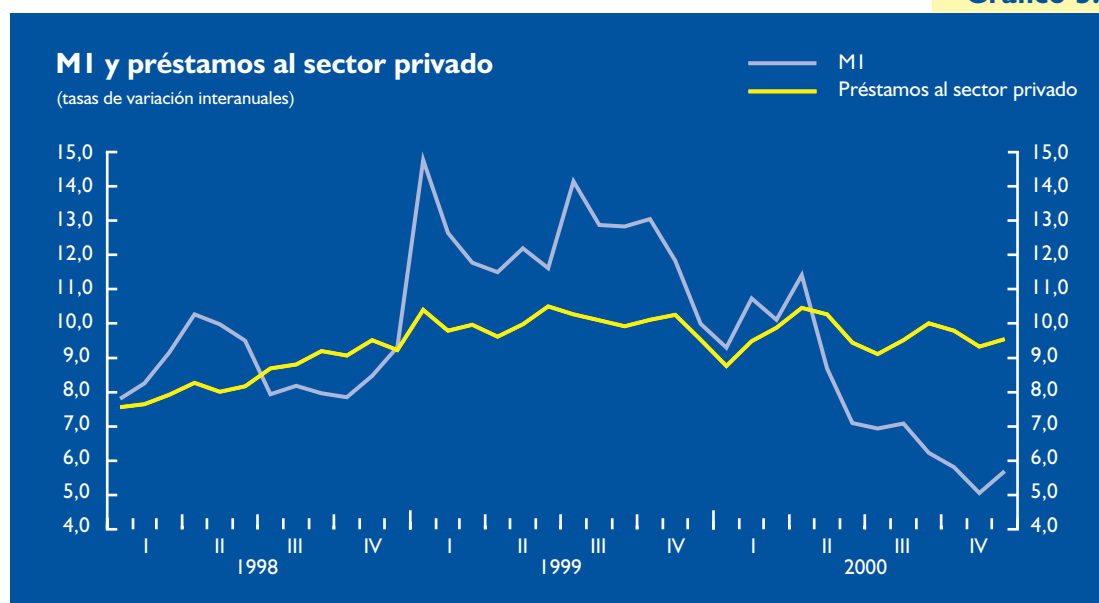
Recorte de tipos de interés en abril de 1999

Segundo semestre de 1999

El entorno económico fue cambiando paulatinamente en los meses siguientes. Durante el verano de 1999, la información sobre la actividad económica en la zona del euro apuntó cada vez más a una disminución de los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. La situación exterior siguió mejorando, en la medida en que la actividad económica en varias economías de mercados emergentes mostraba crecientes señales de estabilización e, incluso, de aceleración. La economía estadounidense continuó registrando un intenso ritmo de expansión. En general, se fue poniendo de manifiesto que el crecimiento económico de la zona del euro se aceleraría significativamente en la segunda parte de 1999 y en el 2000.

Una mejora gradual del entorno económico ...

Gráfico 5.2



Fuente: BCE.

... y una prolongada expansión monetaria ...

... conducen a una elevación de los tipos de interés en noviembre de 1999 ...

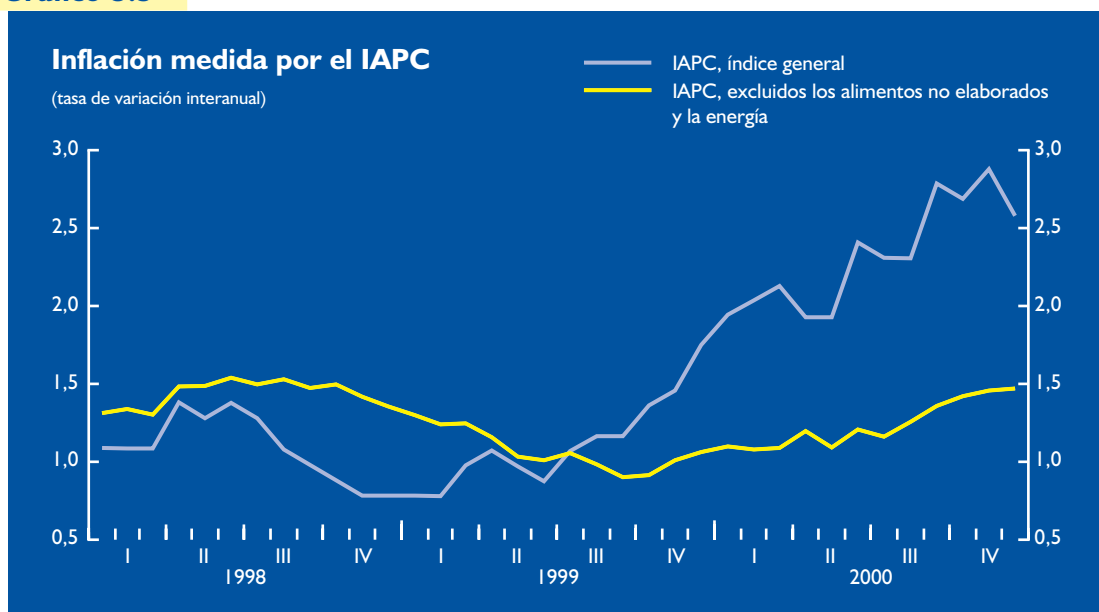
... encaminada a mantener las expectativas de inflación por debajo del 2%

A lo largo de 1999, los agregados monetarios y crediticios tendieron a indicar que la situación monetaria de la zona del euro no dificultaba la recuperación económica. El crecimiento de M3 se aceleró, temporalmente, al inicio del año, y se acentuó en el transcurso del verano, hasta superar ampliamente el valor de referencia. En efecto, la media móvil de tres meses alcanzó, gradualmente, casi el 6%. Incluso teniendo en cuenta los acontecimientos excepcionales que tuvieron lugar a principios de 1999, era evidente la existencia de una prolongada expansión monetaria. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado siguió creciendo al elevado ritmo de un 10% aproximadamente.

El tipo de cambio efectivo del euro volvió a depreciarse en los meses de verano y los precios del petróleo continuaron subiendo. En conjunto, la información relativa a la evolución de los agregados monetarios, los mercados financieros y otros indicadores económicos señalaba que los riesgos a la baja para la estabilidad de precios habían desaparecido. Estos datos mostraban claramente que los factores que habían aconsejado el recorte cautelar de los tipos de interés en abril de 1999 habían dejado de existir. Por lo tanto, el 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno decidió aumentar los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos. Así pues, se elevó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 3%, el de la facilidad marginal de crédito, hasta el 4% y el de la facilidad de depósito, hasta el 2%.

Este cambio en la orientación de la política monetaria se decidió para impedir que la abundante liquidez, evidenciada por el crecimiento del dinero y del crédito, generara presiones alcistas sobre los precios en el medio plazo, y para mantener las expectativas de inflación por debajo del 2%. La magnitud del aumento también tuvo por objeto eliminar la incertidumbre relativa al curso de la política monetaria en el corto plazo, favoreciendo así la reducción de cualquier prima por incertidumbre existente en los mercados financieros en la transición al año 2000.

Gráfico 5.3



Fuente: Eurostat.

Primer semestre del 2000

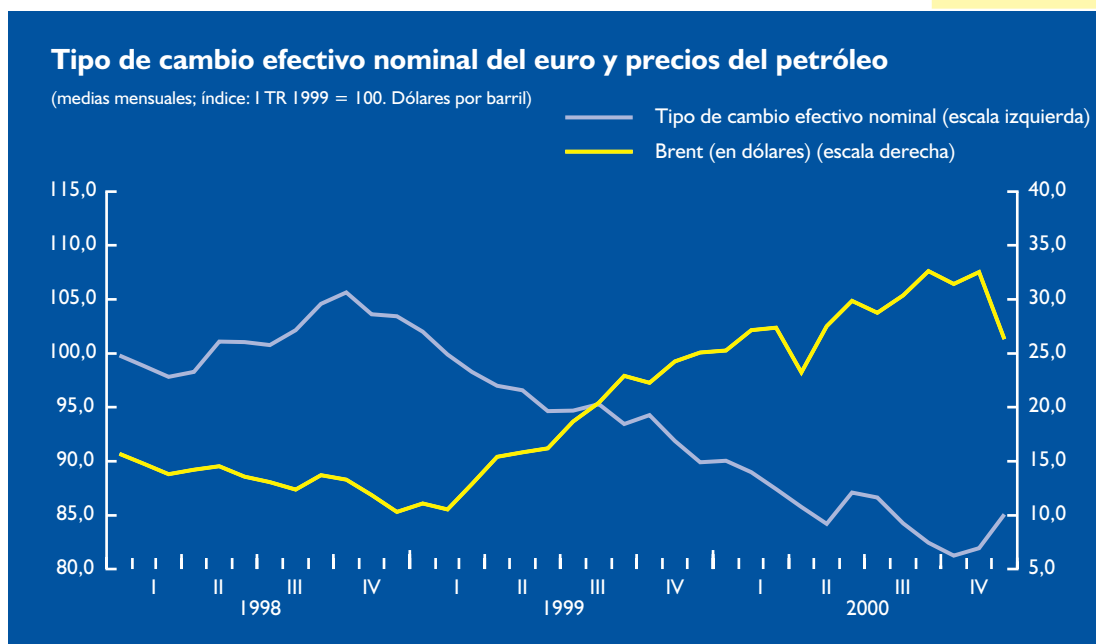
En el primer semestre del 2000, la información procedente de las variables evaluadas en el contexto del primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE indicaba, cada vez más, riesgos al alza para la estabilidad de precios. La media de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 durante el último trimestre de 1999 (que se conoció a finales de enero del 2000) se situó en torno al 6%, marcadamente por encima del valor de referencia del 4,5%, y alcanzó su cota máxima, cerca del 6,5%, en la primavera del 2000. La prolongada desviación al alza del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia, en un período en el que la inflación se mantenía muy baja, suscitó inquietudes, al denotar la acumulación progresiva de una abundante liquidez a finales de 1999 y en el primer semestre del 2000. Por otra parte, el elevado crecimiento de M3 estuvo asociado a tasas de crecimiento de M1 del 10% o superiores.

La información relativa al primer semestre del 2000, obtenida en el contexto del segundo pilar de la estrategia de política monetaria, también apuntaba, cada vez más, a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios. Los datos sobre el crecimiento del PIB real y otros indicadores, incluidas las cifras de producción industrial y las encuestas sobre la confianza industrial y del consumidor, mostraban que la actividad económica había registrado un vigoroso ritmo de expansión a comienzos del 2000, y que iba a seguir por esa senda (véase gráfico 5.5). El entorno exterior también era favorable al crecimiento en la zona del euro. La recuperación continuó en el este de Asia y en Latinoamérica, y no se vislumbraban indicios de ralentización en Estados Unidos. Estas expectativas se vieron confirmadas en los meses siguientes. Las previsiones exteriores sobre la actividad económica se revisaron repetidamente el alza, basándose en datos y encuestas sobre dicha actividad y en la mejora sostenida del entorno internacional.

El crecimiento de M3 por encima del valor de referencia ...

... la recuperación económica ...

Gráfico 5.4



Fuentes: Eurostat y Financial Times.

... y la existencia de presiones sobre los precios de importación ...

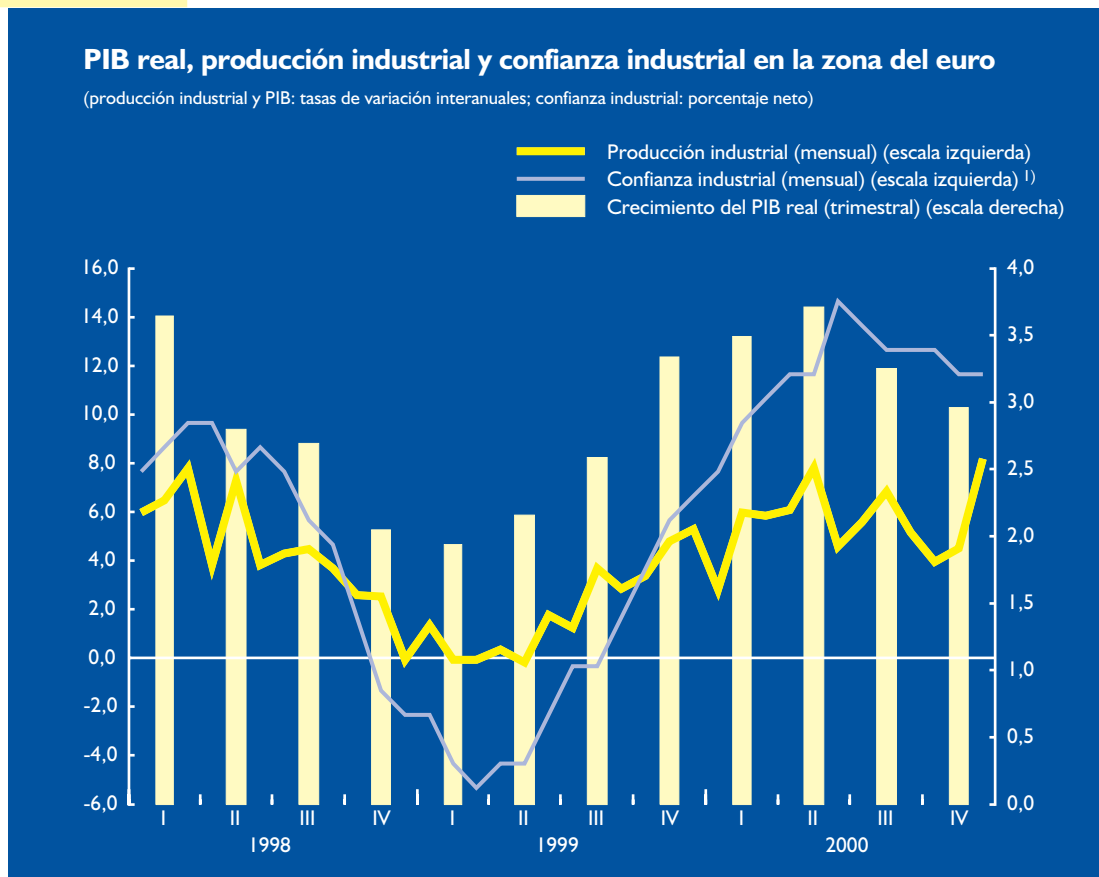
... contrarrestadas por varias subidas de tipos de interés

La evolución de los precios de importación generó crecientes presiones sobre los precios en la zona del euro. Los precios del petróleo subieron de forma continuada. El tipo de cambio del euro volvió a depreciarse durante ese período. El Consejo de Gobierno consideró que esta fase tan prolongada de depreciación, unida al significativo aumento de los precios del petróleo, podría tener consecuencias inflacionistas a medio plazo en un período de fuerte crecimiento económico, como consecuencia de eventuales efectos indirectos sobre los precios de consumo a través de las subidas salariales. Esta consideración era particularmente relevante en un momento en el que se observaba una notable recuperación de la actividad económica en la zona del euro.

Por lo tanto, los dos pilares de la estrategia demostraban ampliamente la necesidad de volver a subir los tipos de interés. El Consejo de Gobierno decidió, pues, elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos el 3 de febrero, el 16 de marzo y el 27 de abril de 2000, y en 50 puntos básicos el 8 de junio del mismo año.

A partir de la operación que se liquidó el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación se ejecutaron mediante subastas a tipo de interés variable,

Gráfico 5.5



Fuentes: Eurostat y encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985.

previo anuncio de un tipo mínimo de puja, que se estableció, entonces, en el 4,25%. Este cambio a subastas a tipo de interés variable constituyó una respuesta a las importantes sobrepujas que se habían producido en el contexto del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo (véase capítulo 4). El BCE explicó que el tipo mínimo de puja sustituía al tipo de interés de las subastas a tipo fijo como tipo de interés «oficial» utilizado para señalar la orientación de la política monetaria del BCE.

Cambio a las subastas a tipo variable

Segundo semestre del 2000

La situación económica cambió ligeramente en el transcurso del verano del 2000, si bien persistieron los riesgos al alza para la estabilidad de precios. El crecimiento de los agregados monetarios experimentó una desaceleración paulatina, en especial en los componentes más líquidos de M3, como resultado del endurecimiento de la política monetaria, y también disminuyó el crecimiento total del crédito. Estas tendencias se pusieron de manifiesto a lo largo del verano, al publicarse los datos de mayo del 2000 y de los meses siguientes. Sin embargo, el hecho de que M3 creciera por encima del valor de referencia siguió siendo motivo de preocupación.

El crecimiento de M3 empieza a moderarse, pero se mantiene por encima del valor de referencia

En cuanto al segundo pilar, a partir de junio del 2000, los precios del petróleo hicieron subir la inflación medida por el IAPC de la zona del euro por encima del 2%, el límite superior de la definición de estabilidad de precios en el medio plazo. Las previsiones sobre la actividad económica continuaron revisándose al alza en el tercer trimestre del 2000. Asimismo, las previsiones de inflación para el 2002 se revisaron al alza hasta, al menos, el tercer trimestre.

El IAPC de la zona del euro por encima del 2% ...

Durante el verano del 2000 se reforzó la percepción de que los precios del petróleo no bajarían. Se hizo cada vez más patente que la inflación, medida por los precios de consumo, permanecería por encima del 2% durante un período mayor de lo previsto, lo que intensificó los riesgos de efectos indirectos a través de los salarios. Esta inquietud se vio acrecentada por la nueva depreciación del tipo de cambio del euro registrada a partir de mediados de junio.

... aumenta el riesgo de efectos indirectos a través de los salarios

Al persistir los riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno decidió elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, así como los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, en 25 puntos básicos cada uno, el 31 de agosto y, nuevamente, el 5 de octubre del 2000. Tras estas decisiones, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situó en el 4,75%, y los tipos de interés de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito, en el 3,75% y el 5,75%, respectivamente.

El Consejo de Gobierno decide volver a elevar los tipos de interés

A lo largo del verano del 2000, el tipo de cambio del euro se distanció de las sólidas variables económicas fundamentales de la zona del euro, siendo evidentes las posibles implicaciones para la economía mundial. El 22 de septiembre de 2000, y a iniciativa del BCE, el G7 abordó la depreciación del euro en forma de una intervención concertada en el mercado de divisas por las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá. El BCE intervino de nuevo a comienzos de noviembre, con objeto de contener los riesgos que la depreciación presentaba para la estabilidad de precios en la zona del euro.

Intervención en los mercados de divisas

Los tipos de interés oficiales del BCE se mantienen estables a finales del 2000

A finales del 2000, M3 siguió registrando un crecimiento moderado, ya que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE realizadas a partir de noviembre de 1999 parecían haber frenado la demanda de los componentes más líquidos de M3. Si bien el crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo relativamente elevado, el crecimiento total del crédito a los residentes en la zona del euro disminuyó de forma significativa entre abril y octubre del 2000. Al mismo tiempo, la mayor parte de los indicadores daban a entender que la economía de la zona del euro seguiría creciendo a un ritmo intenso, aunque más lento. Sin embargo, el crecimiento mundial mostró señales de moderación, originando una cierta incertidumbre respecto a las perspectivas de expansión de la zona del euro. En este contexto, no se modificaron los tipos de interés oficiales del BCE hasta finales del 2000.

5.2 Una primera evaluación

El BCE actúa para contener los riesgos para la estabilidad de precios

El éxito de la política monetaria del BCE solo puede calibrarse en términos de mantenimiento de la estabilidad de precios. La decisión de rebajar los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada en abril de 1999, tenía por objeto contener los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Los aumentos de dichos tipos de interés en 225 puntos básicos, decididos entre noviembre de 1999 y octubre del 2000, estaban encaminados a contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios. En todas sus actuaciones, el Consejo de Gobierno demostró su sólido compromiso de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Dado el retardo con el que las decisiones de política monetaria se transmiten a la evolución de los precios, en el momento de cierre de la presente publicación era demasiado pronto para evaluar plenamente la eficacia de las decisiones de política monetaria adoptadas en los años 1999 y 2000. Sin embargo, pueden extraerse algunas conclusiones provisionales.

No se pueden evitar fluctuaciones a corto plazo de la inflación

La inflación medida por el IAPC se mantuvo en niveles bajos en 1999. La mayor parte del acusado aumento observado en el 2000 se debió a la subida inesperada de los precios de importación, como consecuencia, principalmente, del comportamiento del tipo de cambio y de los precios del petróleo. Tal como se señalaba en el capítulo 3, no pueden evitarse estas fluctuaciones de precios a corto plazo, ya que los efectos de la política monetaria tardan en hacerse sentir en la economía, y la política monetaria debe tener una orientación a medio plazo. Por lo tanto, era crucial que la política monetaria impidiera en el 2000 que variaciones a corto plazo en la inflación, inducidas por los precios del petróleo, se contagiaran a las expectativas de inflación a medio plazo. El Consejo de Gobierno debía demostrar claramente que estaba decidido a tomar las medidas necesarias para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo.

Unas expectativas de inflación por debajo del 2% en el medio plazo ...

La evolución de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro en los años 1999 y 2000 indicaba que los mercados financieros esperaban, en general, que la evolución de los precios a medio plazo se mantendría en línea con la definición de estabilidad de precios. En especial, los datos sobre el mercado de renta fija confirmaban la percepción de que el Consejo de Gobierno estaba tomando las decisiones adecuadas para mantener la estabilidad de precios. Las expectativas de inflación a largo plazo, derivadas de los bonos franceses iniciados con la inflación, permanecieron por debajo del 2% en los años 1999 y 2000. Las

previsiones de inflación disponibles en los dos primeros años de la tercera fase de la UEM señalaban también unas constantes expectativas de mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro.

Existen claros indicios de que se ha demostrado la credibilidad del BCE a lo largo de los dos primeros años en los que se ha dirigido la política monetaria. Pese a las presiones inflacionistas generadas por importantes perturbaciones externas, estos indicios muestran que el BCE ha sido capaz de convencer al público y a los mercados de que estaba decidido a cumplir el compromiso de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo.

... indican un afianzamiento de la credibilidad del BCE

Anexo I

Extractos del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea

Primera parte

Principios

Artículo 2 (antiguo artículo 2)

La Comunidad tendrá por misión promover, mediante el establecimiento de un mercado común y de una unión económica y monetaria y mediante la realización de las políticas o acciones comunes contempladas en los artículos 3 y 4, un desarrollo armonioso, equilibrado y sostenible de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un alto nivel de empleo y de protección social, la igualdad entre el hombre y la mujer, un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de protección y de mejora de la calidad del medio ambiente, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros.

Artículo 3 (antiguo artículo 3)

I. Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 2, la acción de la Comunidad implicará, en las condiciones y según el ritmo previstos en el presente Tratado:

- (a) la prohibición, entre los Estados miembros, de derechos de aduana y de restricciones cuantitativas a la entrada y salida de las mercancías, así como de cualesquiera otras medidas de efecto equivalente;
- (b) una política comercial común;
- (c) un mercado interior caracterizado por la supresión, entre los Estados miembros, de los obstáculos a la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales;
- (d) medidas relativas a la entrada y circulación de personas, conforme a las disposiciones del título IV;
- (e) una política común en los ámbitos de la agricultura y de la pesca;
- (f) una política común en el ámbito de los transportes;
- (g) un régimen que garantice que la competencia no será falseada en el mercado interior;
- (h) la aproximación de las legislaciones nacionales en la medida necesaria para el funcionamiento del mercado común;
- (i) el fomento de la coordinación entre las políticas en materia de empleo de los Estados miembros, con vistas a aumentar su eficacia mediante el desarrollo de una estrategia coordinada para el empleo;

- (j) la política en el ámbito social que incluya un Fondo Social Europeo;
 - (k) el fortalecimiento de la cohesión económica y social;
 - (l) una política en el ámbito del medio ambiente;
 - (m) el fortalecimiento de la competitividad de la industria de la Comunidad;
 - (n) el fomento de la investigación y del desarrollo tecnológico;
 - (o) el fomento de la creación y del desarrollo de redes transeuropeas;
 - (p) una contribución al logro de un alto nivel de protección de la salud;
 - (q) una contribución a una enseñanza y a una formación de calidad, así como al desarrollo de las culturas de los Estados miembros;
 - (r) una política en el ámbito de la cooperación al desarrollo;
 - (s) la asociación de los países y territorios de ultramar, a fin de incrementar los intercambios y continuar en común el esfuerzo por el desarrollo económico y social;
 - (t) una contribución al fortalecimiento de la protección de los consumidores;
 - (u) medidas en los ámbitos de la energía, de la protección civil y del turismo.
2. En todas las actividades contempladas en el presente artículo, la Comunidad se fijará el objetivo de eliminar las desigualdades entre el hombre y la mujer y promover su igualdad.

Artículo 4 (antiguo artículo 3 A)

1. Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 2, la acción de los Estados miembros y de la Comunidad incluirá, en las condiciones y según el ritmo previstos en el presente Tratado, la adopción de una política económica que se basará en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes, y que se llevará a cabo de conformidad con el respeto al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia.
2. Paralelamente, en las condiciones y según el ritmo y procedimientos previstos en el presente Tratado, dicha acción implicará la fijación irrevocable de tipos de cambio con vistas al establecimiento de una moneda única, el ecu, la definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de dicho objetivo, el apoyo a la política económica general de la Comunidad, de conformidad con los principios de una economía de mercado abierta y de libre competencia.
3. Dichas acciones de los Estados miembros y de la Comunidad implican el respeto de los siguientes principios rectores: precios estables, finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas y balanza de pagos estable.

Artículo 8 (antiguo artículo 4 A)

Con arreglo a los procedimientos previstos en el presente Tratado, se crean un Sistema Europeo de Bancos Centrales (denominado en lo sucesivo «SEBC») y un Banco Central Europeo (denominado en lo sucesivo «BCE»), que actuarán dentro

de los límites de las atribuciones que les confieren el presente Tratado y los Estatutos del SEBC y del BCE anejos (denominados en lo sucesivo «Estatutos del SEBC»).

Tercera parte

Políticas de la Comunidad

Título VII (antiguo título VI)

Política económica y monetaria

Capítulo I

Política económica

Artículo 98 (antiguo artículo 102 A)

Los Estados miembros llevarán a cabo sus políticas económicas con vistas a contribuir a la realización de los objetivos de la Comunidad, definidos en el artículo 2, y en el marco de las orientaciones generales contempladas en el apartado 2 del artículo 99. Los Estados miembros y la Comunidad actuarán respetando el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y de conformidad con los principios enunciados en el artículo 4.

Artículo 99 (antiguo artículo 103)

1. Los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo, conforme a lo dispuesto en el artículo 98.

2. El Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, elaborará un proyecto de orientaciones generales para las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad y presentará un informe al respecto al Consejo Europeo.

Sobre la base del informe del Consejo, el Consejo Europeo debatirá unas conclusiones sobre las orientaciones generales de las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad.

Con arreglo a estas conclusiones, el Consejo, por mayoría cualificada, adoptará una recomendación en la que establecerá dichas orientaciones generales. El Consejo informará de su recomendación al Parlamento Europeo.

3. Con el fin de garantizar una coordinación más estrecha de las políticas económicas y una convergencia sostenida de los resultados económicos de los Estados miembros, el Consejo, basándose en informes presentados por la Comisión, supervisará la evolución económica de cada uno de los Estados miembros y de la Comunidad, así como la coherencia de las políticas económicas con las orientaciones generales contempladas en el apartado 2, y procederá regularmente a una evaluación global.

A efectos de esta supervisión multilateral, los Estados miembros informarán a la Comisión acerca de las medidas importantes que hayan adoptado en relación con su política económica, así como de todos los demás aspectos que consideren necesarios.

4. Cuando, con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 3, se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales mencionadas en el apartado 2 o supone un riesgo para el correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria, el Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, podrá formular al Estado miembro en cuestión las recomendaciones necesarias. El Consejo, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, podrá decidir hacer públicas sus recomendaciones.

El Presidente del Consejo y la Comisión informarán al Parlamento Europeo acerca de los resultados de la supervisión multilateral. Si el Consejo hubiere hecho públicas sus recomendaciones, se podrá invitar a su Presidente a que comparezca ante la comisión competente del Parlamento Europeo.

5. El Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, podrá adoptar normas relativas al procedimiento de supervisión multilateral contemplado en los apartados 3 y 4 del presente artículo.

Artículo 100 (antiguo artículo 103 A)

1. Sin perjuicio de los demás procedimientos previstos en el presente Tratado, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar por unanimidad medidas adecuadas a la situación económica, en particular si surgieren dificultades graves en el suministro de determinados productos.

2. En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, por unanimidad y a propuesta de la Comisión, podrá decidir la concesión, en determinadas condiciones, de una ayuda financiera comunitaria al Estado miembro en cuestión. Cuando las graves dificultades tuvieren su origen en catástrofes naturales, el Consejo se pronunciará por mayoría cualificada. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada.

Artículo 101 (antiguo artículo 104)

1. Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo «bancos centrales nacionales», en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales.

2. Las disposiciones del apartado 1 no afectarán a las entidades de crédito públicas, que, en el marco de la provisión de reservas por los bancos centrales, deberán recibir por parte de los bancos centrales nacionales y del BCE el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

Artículo 102 (antiguo artículo 104 A)

1. Queda prohibida cualquier medida que no se base en consideraciones prudenciales que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones u organismos de la Comunidad, Gobiernos centrales, autoridades regionales, locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros.
2. Antes del 1 de enero de 1994, el Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, especificará definiciones para la aplicación de la prohibición a que se refiere el apartado 1.

Artículo 103 (antiguo artículo 104 B)

1. La Comunidad no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.
2. Si fuere necesario, el Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, podrá especificar definiciones para la aplicación de las prohibiciones mencionadas en el artículo 101 y en el presente artículo.

Artículo 104 (antiguo artículo 104 C)

1. Los Estados miembros evitarán déficits públicos excesivos.
2. La Comisión supervisará la evolución de la situación presupuestaria y del nivel de endeudamiento público de los Estados miembros con el fin de detectar errores manifiestos. En particular, examinará la observancia de la disciplina presupuestaria atendiendo a los dos criterios siguientes:
 - (a) si la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia, a menos
 - que la proporción haya descendido sustancial y continuadamente y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia;
 - que el valor de referencia se sobrepase sólo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia;
 - (b) si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto rebasa un valor de referencia, a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia.

Los valores de referencia se especifican en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo al presente Tratado.

3. Si un Estado miembro no cumpliera los requisitos de uno de estos criterios o de ambos, la Comisión elaborará un informe, en el que también se tendrá en cuenta si el déficit público supera los gastos públicos de inversión, así como todos los demás

factores pertinentes, incluida la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro.

La Comisión también podrá elaborar un informe cuando considere que, aun cumpliéndose los requisitos inherentes a los criterios, existe el riesgo de un déficit excesivo en un Estado miembro.

4. El Comité previsto en el artículo 114 emitirá un dictamen sobre el informe de la Comisión.

5. Si la Comisión considerare que un Estado miembro presenta o puede presentar un déficit excesivo, informará de ello al Consejo.

6. El Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, considerando las posibles observaciones que formule el Estado miembro de que se trate, y tras una valoración global, decidirá si existe un déficit excesivo.

7. Cuando, de conformidad con el apartado 6, el Consejo decida declarar la existencia de un déficit excesivo, dirigirá al Estado miembro de que se trate recomendaciones con vistas a poner fin a esta situación en un plazo determinado. Salvo lo dispuesto en el apartado 8, dichas recomendaciones no se harán públicas.

8. Cuando el Consejo compruebe que no se han seguido efectivamente sus recomendaciones en el plazo fijado, el Consejo podrá hacerlas públicas.

9. Si un Estado miembro persistiere en no llevar a efecto las recomendaciones del Consejo, éste podrá decidir que se formule una advertencia a dicho Estado miembro para que adopte, en un plazo determinado, las medidas dirigidas a la reducción del déficit que el Consejo considere necesaria para poner remedio a la situación.

En tal caso, el Consejo podrá exigir al Estado miembro de que se trate la presentación de informes con arreglo a un calendario específico para examinar los esfuerzos de ajuste de dicho Estado miembro.

10. En el marco de los apartados 1 a 9 del presente artículo, no podrá ejercerse el derecho de recurso previsto en los artículos 226 y 227.

11. Si un Estado miembro incumpliere una decisión adoptada de conformidad con el apartado 9, el Consejo podrá decidir que se aplique o, en su caso, que se intensifique una o varias de las siguientes medidas:

- exigir al Estado miembro de que se trate que publique una información adicional, que el Consejo deberá especificar, antes de emitir obligaciones y valores;
- recomendar al BEI que reconsidere su política de préstamos respecto al Estado miembro en cuestión;
- exigir que el Estado miembro de que se trate efectúe ante la Comunidad un depósito sin devengo de intereses por un importe apropiado, hasta que el Consejo considere que se ha corregido el déficit excesivo;
- imponer multas de una magnitud apropiada.

El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de las decisiones tomadas.

12. El Consejo derogará algunas o la totalidad de sus decisiones mencionadas en los apartados 6 a 9 y 11 cuando considere que el déficit excesivo del Estado miembro en cuestión se ha corregido. Si anteriormente el Consejo hubiere hecho públicas sus recomendaciones, hará, en cuanto haya sido derogada la decisión adoptada en virtud del apartado 8, una declaración pública en la que se afirme que el déficit excesivo ha dejado de existir en el Estado miembro en cuestión.

13. Por lo que respecta a las decisiones del Consejo mencionadas en los apartados 7 a 9 y en los apartados 11 y 12, el Consejo se pronunciará sobre la base de una recomendación de la Comisión, por mayoría de dos tercios de los votos de sus miembros ponderados de conformidad con el apartado 2 del artículo 205 y excluidos los votos del representante del Estado miembro de que se trate.

14. En el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo anejo al presente Tratado se recogen disposiciones adicionales relacionadas con la aplicación del procedimiento descrito en el presente artículo.

El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, adoptará las disposiciones apropiadas que sustituirán al mencionado Protocolo.

Sin perjuicio de las restantes disposiciones del presente apartado, el Consejo, antes del 1 de enero de 1994, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, fijará normas de desarrollo y definiciones para la aplicación de las disposiciones del mencionado Protocolo.

Capítulo 2

Política monetaria

Artículo 105 (antiguo artículo 105)

1. El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 4.

2. Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán:

- definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;
- realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 111;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

3. Lo dispuesto en el tercer guión del apartado 2 se entenderá sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de maniobra en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

4. El BCE será consultado:

- sobre cualquier propuesta de acto comunitario que entre en su ámbito de competencia;
- por las autoridades nacionales acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y en las condiciones establecidas por el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 6 del artículo 107.

El BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios o a las autoridades nacionales pertinentes acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

5. El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

6. El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión, previa consulta al BCE y previo dictamen conforme del Parlamento Europeo, podrá encomendar al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.

Artículo 106 (antiguo artículo 105 A)

1. El BCE tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad. El BCE y los bancos centrales nacionales podrán emitir billetes. Los billetes emitidos por el BCE y los bancos centrales nacionales serán los únicos billetes de curso legal en la Comunidad.

2. Los Estados miembros podrán realizar emisiones de moneda metálica, para las cuales será necesaria la aprobación del BCE en cuanto al volumen de emisión. El Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252 y previa consulta al BCE, podrá adoptar medidas para armonizar los valores nominales y las especificaciones técnicas de todas las monedas destinadas a la circulación en la medida necesaria para su buena circulación dentro de la Comunidad.

Artículo 107 (antiguo artículo 106)

1. El SEBC estará compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros.

2. El BCE tendrá personalidad jurídica propia.

3. El SEBC será dirigido por los órganos rectores del BCE, que serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

4. Los Estatutos del SEBC figuran en un Protocolo anejo al presente Tratado.

5. Los artículos 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 a) y 36 de los Estatutos del SEBC podrán ser modificados por el Consejo, que decidirá bien por mayoría cualificada sobre la base de una recomendación del BCE, previa consulta a la Comisión, bien por unanimidad a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE. En ambos casos se deberá solicitar el dictamen conforme del Parlamento Europeo.

6. El Consejo, por mayoría cualificada, bien a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, adoptará las disposiciones contempladas en los artículos 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 y 34.3 de los Estatutos del SEBC.

Artículo 108 (antiguo artículo 107)

En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

Artículo 109 (antiguo artículo 108)

A más tardar en la fecha de constitución del SEBC, cada uno de los Estados miembros velará por que su legislación nacional, incluidos los Estatutos de su banco central nacional, sea compatible con el presente Tratado y con los Estatutos del SEBC.

Artículo 110 (antiguo artículo 108 A)

1. Para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC, el BCE, con arreglo a las disposiciones del presente Tratado y en las condiciones previstas en los Estatutos del SEBC:

- elaborará reglamentos en la medida en que ello sea necesario para el ejercicio de las funciones definidas en el primer guión del artículo 3.1 y en los artículos 19.1, 22 o 25.2 de los Estatutos del SEBC, y en los casos que se establezcan en los actos del Consejo mencionados en el apartado 6 del artículo 107;
- tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC por el presente Tratado y por los Estatutos del SEBC;
- formulará recomendaciones y emitirá dictámenes.

2. El reglamento tendrá un alcance general. Será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Las recomendaciones y los dictámenes no serán vinculantes.

La decisión será obligatoria en todos sus elementos para todos sus destinatarios.

Los artículos 253, 254 y 256 del Tratado se aplicarán a los reglamentos y decisiones adoptados por el BCE.

El BCE podrá decidir hacer públicos sus decisiones, recomendaciones y dictámenes.

3. Dentro de los límites y en las condiciones adoptados por el Consejo con arreglo al procedimiento establecido en el apartado 6 del artículo 107, el BCE estará autorizado a imponer multas y pagos periódicos de penalización a las empresas que

no cumplan con sus obligaciones respecto de los reglamentos y decisiones del mismo.

Artículo 111 (antiguo artículo 109)

1. No obstante lo dispuesto en el artículo 300, el Consejo, por unanimidad, sobre la base de una recomendación del BCE o de la Comisión y previa consulta al BCE con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de estabilidad de precios, podrá, previa consulta al Parlamento Europeo y con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 3, para las modalidades de negociación allí mencionadas, celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el ecu en relación con monedas no comunitarias. El Consejo, por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del BCE o de la Comisión, previa consulta al BCE con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, podrá adoptar, ajustar o abandonar los tipos centrales del ecu en el sistema de tipos de cambio. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo de la adopción, del ajuste o del abandono de los tipos centrales del ecu.

2. A falta de un sistema de tipos de cambio respecto de una o varias monedas no comunitarias con arreglo al apartado 1, el Consejo, por mayoría cualificada, bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al BCE, bien sobre la base de una recomendación del BCE, podrá formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio respecto de estas monedas. Estas orientaciones generales se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios.

3. No obstante lo dispuesto en el artículo 300, cuando la Comunidad tenga que negociar acuerdos en materia de régimen monetario o de régimen cambiario con uno o varios Estados u organizaciones internacionales, el Consejo, por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al BCE, decidirá sobre las modalidades de negociación y celebración de dichos acuerdos. Las citadas modalidades de negociación garantizarán que la Comunidad exprese una posición única. La Comisión estará plenamente asociada a las negociaciones.

Los acuerdos que se celebren con arreglo al presente apartado serán vinculantes para las instituciones comunitarias, el BCE y los Estados miembros.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 1, el Consejo, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE, decidirá sobre la posición de la Comunidad a nivel internacional respecto a temas de especial relevancia para la unión económica y monetaria y, por unanimidad, decidirá sobre su representación de acuerdo con la atribución de competencias prevista en los artículos 99 y 105.

5. Sin perjuicio de las competencias y de los acuerdos comunitarios sobre la unión económica y monetaria, los Estados miembros podrán negociar en los foros internacionales y celebrar acuerdos internacionales.

Capítulo 3

Disposiciones institucionales

Artículo 112 (antiguo artículo 109 A)

1. El Consejo de Gobierno del BCE estará formado por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales nacionales.
2. (a) El Comité Ejecutivo estará compuesto por el Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros.

(b) El Presidente, el Vicepresidente y los demás miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de entre personas de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE.

Su mandato tendrá una duración de ocho años y no será renovable.

Sólo podrán ser miembros del Comité Ejecutivo los nacionales de los Estados miembros.

Artículo 113 (antiguo artículo 109 B)

1. El Presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho de voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

El Presidente del Consejo podrá someter una moción a la deliberación al Consejo de Gobierno del BCE.

2. Se invitará al Presidente del BCE a que participe en las reuniones del Consejo en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC.
3. El BCE remitirá un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del año precedente y del año en curso al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo. El Presidente del BCE presentará dicho informe al Consejo y al Parlamento Europeo, que podrá proceder a un debate general sobre esa base.

El Presidente del BCE y los restantes miembros del Comité Ejecutivo, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, podrán ser oídos por las comisiones competentes del Parlamento Europeo.

Artículo 114 (antiguo artículo 109 C)

1. A fin de promover la coordinación de las políticas de los Estados miembros en todo lo necesario para el funcionamiento del mercado interior, se crea un Comité Monetario de carácter consultivo.

El Comité Monetario tendrá las siguientes funciones:

- seguir la situación monetaria y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad, así como el régimen general de pagos de los Estados miembros, e informar regularmente al Consejo y a la Comisión al respecto;

- emitir dictámenes, bien a petición del Consejo o de la Comisión, bien por propia iniciativa, destinados a dichas instituciones;
- contribuir, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 207, a la preparación de los trabajos del Consejo mencionados en los artículos 59, 60, apartados 2, 3, 4 y 5 del artículo 99, artículos 100, 102, 103, 104, apartado 2 del artículo 116, apartado 6 del artículo 117, artículos 119 y 120, apartado 2 del artículo 121 y apartado 1 del artículo 122;
- examinar, al menos una vez al año, la situación relativa a los movimientos de capitales y a la libertad de pagos, tal y como resulten de la aplicación del presente Tratado y de las medidas adoptadas por el Consejo. Este examen comprenderá todas las medidas relativas a los movimientos de capitales y a los pagos. El Comité informará a la Comisión y al Consejo sobre el resultado de dicho examen.

Los Estados miembros y la Comisión designarán cada uno de ellos dos miembros del Comité Monetario.

2. A partir del inicio de la tercera fase, se establecerá un Comité Económico y Financiero. El Comité Monetario previsto en el apartado 1 del presente artículo se disolverá.

El Comité Económico y Financiero tendrá las siguientes funciones:

- emitir dictámenes, bien a petición del Consejo o de la Comisión, bien por iniciativa propia, destinados a dichas instituciones;
- seguir la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad e informar regularmente al Consejo y a la Comisión, especialmente sobre las relaciones financieras con terceros países y con instituciones internacionales;
- colaborar, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 207, en la preparación de los trabajos del Consejo a que se refieren los artículos 59, 60, apartados 2, 3, 4 y 5 del artículo 99, artículos 100, 102, 103, 104, apartado 6 del artículo 105, apartado 2 del artículo 106, apartados 5 y 6 del artículo 107, artículos 111 y 119, apartados 2 y 3 del artículo 120, apartado 2 del artículo 122, y apartados 4 y 5 del artículo 123 y llevar a cabo otras tareas consultivas y preparatorias que le encomiende el Consejo;
- examinar, al menos una vez al año, la situación relativa a los movimientos de capitales y a la libertad de pagos, tal y como resulten de la aplicación del presente Tratado y de las medidas adoptadas por el Consejo. Este examen comprenderá todas las medidas relativas a los movimientos de capitales y a los pagos. El Comité informará a la Comisión y al Consejo sobre el resultado de este examen.

Los Estados miembros, la Comisión y el BCE designarán cada uno de ellos un máximo de dos miembros del Comité.

3. El Consejo, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE y al Comité mencionado en el presente artículo, establecerá las normas de desarrollo relativas a la composición del Comité Económico y Financiero. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo sobre tal decisión.

4. Además de las funciones expuestas en el apartado 2, si hubiere y mientras haya Estados miembros acogidos a una excepción con arreglo a los artículos 122 y 123, el Comité supervisará la situación monetaria y financiera y el sistema general de pagos de dichos Estados miembros e informará regularmente al respecto al Consejo y a la Comisión.

Artículo 115 (antiguo artículo 109 D)

Respecto de los asuntos comprendidos en el ámbito de aplicación del apartado 4 del artículo 99, del artículo 104, excepto su apartado 14, de los artículos 111, 121, 122 y de los apartados 4 y 5 del artículo 123, el Consejo o un Estado miembro podrán solicitar de la Comisión que presente una recomendación o una propuesta según sea pertinente. La Comisión examinará la solicitud y presentará sin demora sus conclusiones al Consejo.

Capítulo 4

Disposiciones transitorias

Artículo 119 (antiguo artículo 109 H)

1. En caso de dificultades o de amenaza grave de dificultades en la balanza de pagos de un Estado miembro, originadas por un desequilibrio global de dicha balanza o por el tipo de divisas de que disponga, que puedan, en particular, comprometer el funcionamiento del mercado común o la progresiva realización de la política comercial común, la Comisión procederá sin demora a examinar la situación de dicho Estado, así como la acción que éste haya emprendido o pueda emprender con arreglo a lo dispuesto en el presente Tratado, recurriendo a todos los medios que estén a su alcance. La Comisión indicará las medidas cuya adopción recomienda al Estado interesado.

Si la acción emprendida por un Estado miembro y las medidas sugeridas por la Comisión resultaren insuficientes para superar las dificultades surgidas o la amenaza de dificultades, la Comisión recomendará al Consejo, previa consulta al Comité al que se refiere el artículo 114, la concesión de una asistencia mutua y los métodos pertinentes.

La Comisión deberá informar regularmente al Consejo sobre la situación y su evolución.

2. El Consejo, por mayoría cualificada, concederá dicha asistencia mutua y adoptará directivas o tomará decisiones para determinar las condiciones y modalidades de la misma. La asistencia mutua podrá revestir, en particular, la forma de:

- (a) una acción concertada ante otras organizaciones internacionales a las que puedan recurrir los Estados miembros;
- (b) medidas necesarias para evitar desviaciones del tráfico comercial, cuando el Estado en dificultades mantenga o restablezca restricciones cuantitativas respecto de terceros países;
- (c) concesión de créditos limitados por parte de otros Estados miembros, cuando éstos den su consentimiento.

3. Si el Consejo no aprobare la asistencia mutua recomendada por la Comisión o si la asistencia mutua aprobada y las medidas adoptadas fueren insuficientes, la Comisión autorizará al Estado en dificultades para que adopte medidas de salvaguardia en las condiciones y modalidades que ella determine.

El Consejo, por mayoría cualificada, podrá revocar dicha autorización y modificar sus condiciones y modalidades.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 122, este artículo dejará de aplicarse a partir del inicio de la tercera fase.

Artículo 120 (antiguo artículo 109 I)

1. En caso de crisis súbita en la balanza de pagos y de no tomarse inmediatamente una decisión de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 119, el Estado miembro interesado podrá adoptar, con carácter cautelar, las medidas de salvaguardia necesarias. Dichas medidas deberán producir la menor perturbación posible en el funcionamiento del mercado común y no podrán tener mayor alcance del estrictamente indispensable para superar las dificultades que hayan surgido súbitamente.

2. La Comisión y los demás Estados miembros deberán ser informados de dichas medidas de salvaguardia, a más tardar, en el momento de su entrada en vigor. La Comisión podrá recomendar al Consejo la concesión de una asistencia mutua con arreglo a lo previsto en el artículo 119.

3. Previo dictamen de la Comisión y previa consulta al Comité al que se refiere el artículo 114, el Consejo, por mayoría cualificada, podrá decidir que el Estado interesado modifique, suspenda o suprima las medidas de salvaguardia antes mencionadas.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 122, este artículo dejará de aplicarse a partir del inicio de la tercera fase.

Artículo 121 (antiguo artículo 109 J)

1. La Comisión y el IME presentarán informes al Consejo acerca de los progresos que hayan realizado los Estados miembros en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones en relación con la realización de la unión económica y monetaria. Estos informes incluirán un examen de la compatibilidad de la legislación nacional de cada Estado miembro, incluidos los Estatutos de su banco central nacional, con el artículo 108 y el artículo 109 del presente Tratado, así como con los Estatutos del SEBC. Estos informes examinarán también la consecución de un alto grado de convergencia sostenible, atendiendo al cumplimiento de los siguientes criterios por parte de cada uno de los Estados miembros:

- el logro de un alto grado de estabilidad de precios, que deberá quedar de manifiesto a través de una tasa de inflación que esté próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces en cuanto a la estabilidad de precios;
- las finanzas públicas deberán encontrarse en una situación sostenible, lo que quedará demostrado en caso de haberse conseguido una situación del

presupuesto sin un déficit público excesivo, definido de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104;

- el respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del sistema monetario europeo;
- el carácter duradero de la convergencia conseguida por el Estado miembro y de su participación en el mecanismo de tipos de cambio del sistema monetario europeo deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo.

Los cuatro criterios mencionados en el presente apartado y los períodos pertinentes durante los cuales deberán respetarse dichos criterios se explicitan más en un Protocolo anejo al presente Tratado. Los informes de la Comisión y del IME deberán tomar en consideración asimismo la evolución del ecu, los resultados de la integración de los mercados, la situación y la evolución de las balanzas de pagos por cuenta corriente y un estudio de la evolución de los costes laborales unitarios y de otros índices de precios.

2. Basándose en dichos informes, el Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, evaluará:

- para cada Estado miembro, si cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;
- si una mayoría de Estados miembros cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;

y recomendará sus conclusiones al Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno. El Parlamento Europeo será consultado y transmitirá su dictamen al Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno.

3. Teniendo debidamente en cuenta los informes mencionados en el apartado 1 y el dictamen del Parlamento Europeo a que se refiere el apartado 2, el Consejo, a más tardar el 31 de diciembre de 1996, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, y por mayoría cualificada:

- decidirá, sobre la base de las recomendaciones del Consejo a las que se hace referencia en el apartado 2, si una mayoría de Estados miembros cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;
- decidirá si resulta apropiado que la Comunidad inicie la tercera fase;

y, en ese caso,

- establecerá la fecha para el comienzo de la tercera fase.

4. Si al final del año 1997 no se hubiere establecido la fecha para el comienzo de la tercera fase, ésta comenzará el 1 de enero de 1999. A más tardar el 1 de julio de 1998, el Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, tras repetir el procedimiento establecido en los apartados 1 y 2, a excepción del segundo guión del apartado 2, teniendo en cuenta los informes mencionados en el apartado 1 y el dictamen del Parlamento Europeo, pronunciándose por mayoría

cualificada y sobre la base de las recomendaciones del Consejo contempladas en el apartado 2, confirmará qué Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única.

Artículo 122 (antiguo artículo 109 K)

1. Si se hubiere tomado la decisión de establecer la fecha de conformidad con el apartado 3 del artículo 121, el Consejo, basándose en sus recomendaciones contempladas en el apartado 2 del artículo 121, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, decidirá si alguno de los Estados miembros y, en caso afirmativo, cuál o cuáles disfrutarán de una excepción en el sentido contemplado en el apartado 3 del presente artículo. Dichos Estados miembros se denominarán en lo sucesivo «Estados miembros acogidos a una excepción».

Si el Consejo hubiere confirmado que Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única, de conformidad con el apartado 4 del artículo 121, los Estados miembros que no cumplan las condiciones disfrutarán de una excepción en el sentido contemplado en el apartado 3 del presente artículo. Dichos Estados miembros se denominarán en el presente Tratado «Estados miembros acogidos a una excepción».

2. Una vez cada dos años, como mínimo, o a petición de cualquier Estado miembro acogido a una excepción, la Comisión y el BCE informarán al Consejo con arreglo al procedimiento del apartado 1 del artículo 121. Tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno, el Consejo, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, decidirá qué Estados miembros acogidos a una excepción reúnen las condiciones necesarias con arreglo a los criterios expuestos en el apartado 1 del artículo 121, y suprimirá las excepciones de los Estados miembros de que se trate.

3. Una excepción, en el sentido a que se hace referencia en el apartado 1, supondrá que no serán de aplicación al Estado miembro de que se trate: los apartados 9 y 11 del artículo 104, los apartados 1, 2, 3 y 5 del artículo 105, los artículos 106, 110, 111 y la letra b) del apartado 2 del artículo 112. La exclusión de este Estado miembro de los derechos y obligaciones correspondientes dentro del SEBC se establece en el capítulo IX de los Estatutos del SEBC.

4. En los apartados 1, 2 y 3 del artículo 105, en los artículos 106, 110, 111 y en la letra b) del apartado 2 del artículo 112, la expresión «Estados miembros» deberá interpretarse como «Estados miembros no acogidos a una excepción».

5. Los derechos de voto de los Estados miembros acogidos a una excepción quedarán suspendidos en el caso de las decisiones del Consejo a que se hace referencia en los artículos del presente Tratado mencionados en el apartado 3. En tal caso, se entenderá por mayoría cualificada, no obstante lo dispuesto en el artículo 205 y en el apartado 1 del artículo 250, los dos tercios de los votos de los representantes de los Estados miembros no acogidos a excepción ponderados con arreglo al apartado 2 del artículo 205, y se requerirá la unanimidad de dichos Estados miembros para cualquier acto que requiera unanimidad.

6. Lo dispuesto en los artículos 119 y 120 seguirá siendo válido para los Estados miembros acogidos a una excepción.

Artículo 123 (antiguo artículo 109 L)

1. Inmediatamente después de que se haya adoptado la decisión sobre la fecha de inicio de la tercera fase de conformidad con el apartado 3 del artículo 121, o, en su caso, inmediatamente después del 1 de julio de 1998:

- el Consejo adoptará las disposiciones previstas en el apartado 6 del artículo 107;
- los Gobiernos de los Estados miembros no acogidos a excepción nombrarán, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 50 de los Estatutos del SEBC, al presidente, al vicepresidente y a los demás miembros del Comité Ejecutivo del BCE. En caso de que haya Estados miembros acogidos a excepción, el número de miembros del Comité Ejecutivo podrá ser inferior al establecido en el artículo 11.1 de los Estatutos del SEBC, aunque en ningún caso podrá ser inferior a cuatro.

En cuanto se haya nombrado al Comité Ejecutivo, quedarán constituidos el SEBC y el BCE, que se prepararán para el pleno ejercicio de sus funciones, tal como se describen en el presente Tratado y en los Estatutos del SEBC. Desde el primer día de la tercera fase se iniciará el pleno ejercicio de sus respectivas competencias.

2. En cuanto el BCE esté constituido, asumirá, si fuere necesario, las funciones del IME. El IME se liquidará una vez esté constituido el BCE; las modalidades de liquidación se establecen en los Estatutos del IME.

3. En caso de que haya Estados miembros acogidos a una excepción, y hasta tanto los haya, y sin perjuicio del apartado 3 del artículo 107 del presente Tratado, el Consejo General del BCE mencionado en el artículo 45 de los Estatutos del SEBC se constituirá como tercer órgano decisorio del BCE.

4. En la fecha en que entre en vigor la tercera fase, el Consejo, por unanimidad de los Estados miembros no acogidos a una excepción, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE, adoptará los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente fijadas las monedas respectivas de los Estados miembros y el tipo irrevocablemente fijo al cual el ecu sustituirá dichas monedas y se convertirá en una moneda en sentido propio. Esta medida no modificará por sí misma el valor externo del ecu. El Consejo adoptará asimismo, con arreglo al mismo procedimiento, las restantes medidas necesarias para la rápida introducción del ecu como moneda única de dichos Estados miembros.

5. En caso de que, con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 122, se decida suprimir una excepción, el Consejo, por unanimidad de los Estados miembros no acogidos a excepción y del Estado miembro de que se trate, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE, adoptará el tipo al que el ecu sustituirá a la moneda del Estado miembro de que se trate, así como las restantes medidas necesarias para la introducción del ecu como moneda única en el Estado miembro de que se trate.

Artículo 124 (antiguo artículo 109 M)

1. Hasta el inicio de la tercera fase, cada Estado miembro considerará su política de cambio como una cuestión de interés común. Los Estados miembros tendrán en

cuenta al hacerlo las experiencias adquiridas mediante la cooperación en el marco del sistema monetario europeo (SME) y gracias al desarrollo del ecu, respetando las competencias existentes.

2. A partir del inicio de la tercera fase y durante todo el tiempo que un Estado miembro esté acogido a una excepción, las disposiciones del apartado 1 se aplicarán por analogía a la política de cambio de dicho Estado miembro.

Anexo 2

Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo

Las Altas Partes Contratantes,

Deseando establecer los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, previstos en el artículo 8 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea,

Han convenido en las siguientes disposiciones, que se incorporarán como anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea:

Capítulo I

Constitución del SEBC

Artículo 1

El Sistema Europeo de Bancos Centrales

1.1. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE) se crearán de conformidad con el artículo 8 del Tratado. Ejercerán sus funciones y llevarán a cabo sus actividades de conformidad con lo dispuesto en el Tratado y en el presente Estatuto.

1.2. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 107 del Tratado, el SEBC estará compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros (bancos centrales nacionales). El Institut Monétaire Luxembourgeois será el banco central nacional de Luxemburgo.

Capítulo II

Objetivos y funciones del SEBC

Artículo 2

Objetivos

De conformidad con el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, el objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad, tal como se establecen en el artículo 2 del Tratado. El SEBC actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y conforme a los principios que establece el artículo 4 del Tratado.

Artículo 3

Funciones

3.1. De conformidad con el apartado 2 del artículo 105 del Tratado, las funciones básicas que deberá desarrollar el SEBC serán las siguientes:

- definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;
- realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 111 del Tratado;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

3.2. De conformidad con el apartado 3 del artículo 105 del Tratado, el tercer guión del artículo 3.1 se entenderá sin perjuicio de la tenencia y gestión de los fondos de maniobra oficiales en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.

3.3. De conformidad con el apartado 5 del artículo 105 del Tratado, el SEBC contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero.

Artículo 4

Funciones consultivas

De conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado:

- (a) el BCE será consultado:
 - sobre cualquier propuesta de acto comunitario comprendido en el ámbito de sus competencias;
 - por las autoridades nacionales, acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y con las condiciones que disponga el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 42.
- (b) el BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios pertinentes o a las autoridades nacionales, acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

Artículo 5

Recopilación de información estadística

5.1. A fin de cumplir las funciones del SEBC, el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, recopilará la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Con tal finalidad, cooperará con las instituciones u organismos comunitarios, así como con las autoridades competentes de los Estados miembros o de terceros países y con organizaciones internacionales.

5.2. Los bancos centrales nacionales ejecutarán, en la medida de lo posible, las funciones descritas en el artículo 5.1.

5.3. El BCE contribuirá, cuando sea necesario, a la armonización de las normas y prácticas que regulen la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en los sectores comprendidos dentro de los ámbitos de sus competencias.

5.4. El Consejo definirá, con arreglo al procedimiento del artículo 42, las personas físicas y jurídicas sujetas a exigencias de información, el régimen de confidencialidad y las disposiciones de ejecución y de sanción adecuadas.

Artículo 6

Cooperación internacional

6.1. En el ámbito de la cooperación internacional en relación con las funciones encomendadas al SEBC, el BCE decidirá cómo estará representado el SEBC.

6.2. El BCE y, siempre que éste lo apruebe, los bancos centrales nacionales podrán participar en instituciones monetarias internacionales.

6.3. Las disposiciones de los artículos 6.1 y 6.2 deberán entenderse sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 111 del Tratado.

Capítulo III

Organización de SEBC

Artículo 7

Independencia

Tal como se expone en el artículo 108 del Tratado, cuando ejerzan las facultades que les confieren el Tratado y los presentes Estatutos y desempeñen las funciones y deberes correspondientes, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de las instituciones u organismos comunitarios, de ningún Gobierno de un Estado miembro ni de ningún otro organismo. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir sobre los miembros de los órganos rectores del BCE o de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

Artículo 8

Principio general

El SEBC estará regido por los órganos rectores del BCE

Artículo 9

El Banco Central Europeo

9.1. El BCE, que, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 107 del Tratado, tendrá personalidad jurídica propia, dispondrá en cada uno de

los Estados miembros de la capacidad jurídica más amplia concedida a las personas jurídicas con arreglo al respectivo Derecho nacional; en particular, podrá adquirir o vender propiedad mobiliaria e inmobiliaria y ser parte en actuaciones judiciales.

9.2. La función del BCE será garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al SEBC con arreglo a los apartados 2, 3 y 5 del artículo 105 del Tratado, ya sea por medio de sus propias actividades de conformidad con el presente Estatuto, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 12.1 y en el artículo 14.

9.3. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 107 del Tratado, los órganos rectores del BCE serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

Artículo 10

El Consejo de Gobierno

10.1. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 112 del presente Tratado, el Consejo de Gobierno estará compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo y por los Gobernadores de los bancos centrales nacionales.

10.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 10.3, sólo tendrán derecho a voto los miembros del Consejo de Gobierno presentes en las sesiones. No obstante esta norma, el reglamento interno a que hace referencia el artículo 12.3 podrá establecer la posibilidad de que los miembros del Consejo de Gobierno emitan su voto por teleconferencia. Dicho reglamento interno dispondrá también que los miembros del Consejo de Gobierno que se encuentren en la imposibilidad de votar durante un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno.

Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 10.3 y 11.3, cada miembro del Consejo de Gobierno dispondrá de un voto. De no estipularse lo contrario en el presente Estatuto, el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al presidente.

En las votaciones del Consejo de Gobierno se requerirá un quórum de dos tercios de sus miembros. De no alcanzarse éste, el presidente podrá convocar una reunión extraordinaria en la que puedan adoptarse decisiones con independencia del quórum mencionado.

10.3. En todas las decisiones que se adopten con arreglo a los artículos 28, 29, 30, 32, 33 y 51, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero. Las decisiones por mayoría cualificada se aprobarán siempre que los votos favorables representen al menos dos tercios del capital suscrito del BCE y representen al menos a la mitad de los accionistas. En caso de que un gobernador no pueda asistir a la votación, podrá designar a un sustituto que emita su voto ponderado.

10.4. Las reuniones tendrán carácter confidencial. El Consejo de Gobierno podrá decidir hacer públicos los resultados de sus deliberaciones.

10.5. El Consejo de Gobierno se reunirá al menos diez veces al año.

Artículo 11

El Comité Ejecutivo

11.1. Con arreglo a lo dispuesto en la letra a) del apartado 2 del artículo 112 del Tratado, el Comité Ejecutivo estará compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros.

Los miembros desempeñarán sus funciones con dedicación exclusiva. Ningún miembro podrá ejercer otra profesión, remunerada o no, salvo autorización excepcional del Consejo de Gobierno.

11.2. De conformidad con la letra b) del apartado 2 del artículo 112 del Tratado, el presidente, el vicepresidente y los demás miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios.

Su mandato tendrá una duración de ocho años y no será renovable.

Solamente los nacionales de los Estados miembros podrán ser miembros del Comité Ejecutivo.

11.3. Las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo, y en particular sus sueldos, pensiones y demás beneficios de la seguridad social, estarán sujetos a contratos con el BCE y serán fijados por el Consejo de Gobierno a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo. Los miembros del Comité Ejecutivo no tendrán derecho a voto en los asuntos mencionados en el presente apartado.

11.4. Si un miembro del Comité Ejecutivo dejara de reunir los requisitos exigidos para desempeñar sus funciones o si en su conducta se observara una falta grave, el Tribunal de Justicia podrá separarlo de su cargo a petición del Consejo de Gobierno o del Comité Ejecutivo.

11.5. Todos los miembros del Comité Ejecutivo presentes en las sesiones tendrán derecho a voto; cada uno de ellos dispondrá, a tal fin, de un voto. Salvo disposición contraria, el Comité Ejecutivo decidirá por mayoría simple de los votos emitidos. En caso de empate, corresponderá al presidente el voto decisivo. Las modalidades de votación se especificarán en el reglamento interno a que hace referencia el artículo 12.3.

11.6. El Comité Ejecutivo será responsable de la gestión ordinaria del BCE.

11.7. Cualquier vacante que se produzca en el Comité Ejecutivo se cubrirá mediante nombramiento de un nuevo miembro; será de aplicación lo dispuesto en el artículo 11.2.

Artículo 12

Responsabilidades de los órganos rectores

12.1. El Consejo de Gobierno adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo al

Tratado y al presente Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Comunidad, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Comité Ejecutivo pondrá en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno. Al hacerlo impartirá las instrucciones necesarias a los bancos centrales nacionales. El Comité Ejecutivo podrá también recibir la delegación de determinados poderes, cuando así lo disponga el Consejo de Gobierno.

En la medida en que se estime posible y adecuado, y sin perjuicio de lo dispuesto en el presente artículo, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC.

12.2. El Comité Ejecutivo se encargará de la preparación de las reuniones del Consejo de Gobierno.

12.3. El Consejo de Gobierno adoptará el Reglamento interno que determinará la organización interna del BCE y de sus órganos rectores.

12.4. El Consejo de Gobierno ejercerá las funciones consultivas contempladas en el artículo 4.

12.5. El Consejo de Gobierno adoptará las decisiones contempladas en el artículo 6.

Artículo 13

El presidente

13.1. El presidente, o, en ausencia de éste, el vicepresidente, presidirá el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE.

13.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 39, el presidente o la persona por él designada representará al BCE en el exterior.

Artículo 14

Bancos centrales nacionales

14.1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 109 del Tratado, cada Estado miembro garantizará, a más tardar en la fecha de constitución del SEBC, la compatibilidad de su legislación nacional, incluidos los Estatutos del banco central nacional, con los presentes Estatutos y el Tratado.

14.2. Los estatutos de los bancos centrales nacionales dispondrán, en particular, que el mandato de gobernador de un banco central nacional no sea inferior a cinco años.

Un gobernador sólo podrá ser relevado de su mandato en caso de que deje de cumplir los requisitos exigidos para el cumplimiento de sus funciones o haya incurrido en falta grave. El gobernador afectado o el Consejo de Gobierno podrán recurrir las decisiones al respecto ante el Tribunal de Justicia, por motivos de infracción del Tratado o de cualquier norma legal relativa a su aplicación. Tales acciones se emprenderán en un plazo de dos meses a partir de la publicación de

la decisión, o de su notificación al demandante o, a falta de ésta, a partir de la fecha en que la decisión haya llegado a conocimiento de este último, según los casos.

14.3. Los bancos centrales nacionales serán parte integrante del SEBC y su actuación se ajustará a las orientaciones e instrucciones del BCE. El Consejo de Gobierno adoptará las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de las orientaciones e instrucciones del BCE y exigirá que se le remita toda la información pertinente.

14.4. Los bancos centrales nacionales podrán ejercer funciones distintas de las especificadas en el presente Estatuto, a menos que el Consejo de Gobierno decida, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, que dichas funciones interfieren en los objetivos y tareas del SEBC. Dichas funciones se ejercerán bajo la responsabilidad de los bancos centrales nacionales y no se considerarán parte de las funciones del SEBC.

Artículo 15

Obligaciones de información

15.1. El BCE elaborará y publicará informes sobre las actividades del SEBC con una periodicidad al menos trimestral.

15.2. Se publicará cada semana un estado financiero consolidado del SEBC.

15.3. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 113 del Tratado, el BCE presentará cada año al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo, un informe sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso.

15.4. Los informes y estados mencionados en el presente artículo se pondrán gratuitamente a disposición de los interesados

Artículo 16

Billetes de banco

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 106 del Tratado, el Consejo de Gobierno tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad, billetes que podrán emitir el BCE y los bancos centrales nacionales. Los billetes de banco emitidos por el BCE y los bancos centrales nacionales serán los únicos billetes de banco de curso legal dentro de la Comunidad.

El BCE respetará en la medida de lo posible las prácticas existentes para la emisión y el diseño de billetes de banco.

Capítulo IV

Funciones monetarias y operaciones del SEBC

Artículo 17

Cuentas con el BCE y los bancos centrales nacionales

Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes

en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía

Artículo 18

Operaciones de mercado abierto y de crédito

18.1. Con el fin de alcanzar los objetivos del SEBC y de llevar a cabo sus funciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán:

- operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en monedas comunitarias o en divisas extracomunitarias, así como en metales preciosos;
- realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas.

18.2. El BCE establecerá los principios generales para las operaciones de mercado abierto y para las operaciones de crédito que efectúe por sí mismo o que efectúen los bancos centrales nacionales, incluido el anuncio de las condiciones por las que éstos se declaren dispuestos a efectuar dichas transacciones.

Artículo 19

Reservas mínimas

19.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 2, el BCE podrá exigir que las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros mantengan unas reservas mínimas en las cuentas en el BCE y en los bancos centrales nacionales, en atención a objetivos de política monetaria. El Consejo de Gobierno podrá establecer los reglamentos relativos al cálculo y a la determinación de las reservas mínimas exigidas. En caso de incumplimiento, el BCE podrá aplicar intereses de penalización, así como imponer otras sanciones de efecto comparable.

19.2. Para la aplicación del presente artículo, el Consejo definirá, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 42, la base correspondiente a las reservas mínimas y los coeficientes máximos admisibles entre dichas reservas y sus bases, así como las sanciones apropiadas en caso de incumplimiento.

Artículo 20

Otros instrumentos de control monetario

El Consejo de Gobierno podrá decidir, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, el uso de otros métodos operativos de control monetario que considere adecuados, siempre que se respeten las disposiciones del artículo 2.

De acuerdo con el procedimiento fijado en el artículo 42, el Consejo definirá el alcance de dichos métodos cuando impongan obligaciones a terceros.

Artículo 21

Operaciones con entidades públicas

21.1. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 101 del Tratado, queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte

del BCE o de los bancos centrales nacionales en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros; queda igualmente prohibida la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales.

21.2. El BCE y los bancos centrales nacionales podrán actuar como agentes fiscales de las entidades a que se refiere el artículo 21.1.

21.3. Las disposiciones del presente artículo no se aplicarán a las entidades de crédito públicas, que en el contexto de la provisión de liquidez por los bancos centrales recibirán de los bancos centrales nacionales y el BCE el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

Artículo 22

Sistemas de compensación y de pago

El BCE y los bancos centrales nacionales podrán proporcionar medios y el BCE dictar reglamentos, destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la Comunidad, así como con otros países.

Artículo 23

Operaciones exteriores

El BCE y los bancos centrales nacionales podrán:

- establecer relaciones con los bancos centrales y con las instituciones financieras de otros países y, cuando proceda, con organizaciones internacionales;
- adquirir y vender al contado y a plazo todo tipo de activos en moneda extranjera y metales preciosos. La expresión «activos en moneda extranjera» incluirá los valores y todos los demás activos en la moneda de cualquier país o en unidades de cuenta y cualquiera que sea la forma en que se posean;
- poseer y gestionar los activos a que se hace referencia en el presente artículo;
- efectuar cualquier tipo de transacciones bancarias en relación con terceros países y con organizaciones internacionales, incluidas las operaciones de concesión y recepción de préstamos.

Artículo 24

Otras operaciones

Además de las operaciones derivadas de sus funciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán efectuar operaciones para sus fines administrativos o para su personal.

Capítulo V

Supervisión prudencial

Artículo 25

Supervisión prudencial

25.1. El BCE podrá brindar asesoramiento al Consejo, a la Comisión y a las autoridades competentes de los Estados miembros y ser consultado por éstos sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria relativa a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

25.2. Con arreglo a cualquier decisión del Consejo adoptada en virtud del apartado 6 del artículo 105 del Tratado, el BCE podrá llevar a cabo funciones específicas relativas a las políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las compañías de seguros.

Capítulo VI

Disposiciones financieras del SEBC

Artículo 26

Cuentas financieras

26.1. El ejercicio económico del BCE y de los bancos centrales nacionales comenzará el primer día de enero y finalizará el último día de diciembre.

26.2. Las cuentas anuales del BCE serán llevadas por el Comité Ejecutivo con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Las cuentas serán aprobadas por el Consejo de Gobierno y publicadas posteriormente.

26.3. Con fines analíticos y operativos, el Comité Ejecutivo elaborará un balance consolidado del SEBC que abarcará los activos y pasivos de los bancos centrales nacionales que estén incluidos en el SEBC.

26.4. Para la aplicación del presente artículo, el Consejo de Gobierno establecerá las normas necesarias para normalizar procedimientos contables y de información relativos a las operaciones emprendidas por los bancos centrales nacionales.

Artículo 27

Auditoría

27.1. Las cuentas del BCE y de los bancos centrales nacionales serán controladas por auditores externos independientes, recomendados por el Consejo de Gobierno y aprobados por el Consejo. Los auditores tendrán plenos poderes para examinar todos los libros y cuentas del BCE y de los bancos centrales nacionales, así como para estar plenamente informados acerca de sus transacciones.

27.2. Las disposiciones del artículo 248 del Tratado sólo se aplicarán a un examen de la eficacia operativa de la gestión del BCE.

Artículo 28

Capital del BCE

28.1. El capital del BCE, operativo desde su creación, será de 5 000 millones de ecus. El capital podrá aumentarse en las cantidades que decida el Consejo de Gobierno, que se pronunciará por la mayoría cualificada que establece el artículo 10.3, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones fijadas por el Consejo conforme al procedimiento que establece el artículo 42.

28.2. Los bancos centrales nacionales serán los únicos suscriptores y accionistas del capital del BCE. La suscripción de capital se efectuará con arreglo a la clave establecida según lo dispuesto en el artículo 29.

28.3. El Consejo de Gobierno, que se pronunciará por la mayoría cualificada que establece el artículo 10.3, determinará hasta qué punto y en qué forma será desembolsado el capital.

28.4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 28.5, las acciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE no podrán transferirse, pignorararse o embargarse.

28.5. En caso de ajustarse la clave a que se refiere el artículo 29, los bancos centrales nacionales se transferirán entre sí acciones representativas del capital, hasta la cantidad que sea necesaria para garantizar que la distribución de las acciones representativas del capital corresponde a la clave ajustada. El Consejo de Gobierno determinará los términos y las condiciones de dichas transferencias.

Artículo 29

Clave para la suscripción de capital

29.1. Cuando, de acuerdo con el procedimiento que menciona el apartado I del artículo 123 del Tratado, se hayan constituido el SEBC y el BCE, se fijará la clave para la suscripción de capital del BCE. A cada banco central nacional se le asignará una ponderación en dicha clave, que será igual a la suma de:

- 50 % de la participación de su Estado miembro respectivo en la población de la Comunidad el penúltimo año anterior a la constitución del SEBC;
- 50 % de la participación de su Estado miembro respectivo en el producto interior bruto, a precio de mercado, de la Comunidad, según se registre en los cinco años que preceden al penúltimo año anterior a la constitución del SEBC;

Los porcentajes se redondearán al alza hasta el múltiplo de 0,05 puntos porcentuales más cercano.

29.2. La Comisión, de acuerdo con las normas adoptadas por el Consejo con arreglo al procedimiento que establece el artículo 42, suministrará los datos estadísticos que habrán de utilizarse para la aplicación del presente artículo.

29.3. Las ponderaciones asignadas a los bancos centrales nacionales se ajustarán cada cinco años después de la constitución del SEBC, por analogía con las disposiciones que establece el artículo 29.1. La clave ajustada se aplicará con efectos a partir del primer día del año siguiente.

29.4. El Consejo de Gobierno adoptará todas las demás medidas que sean necesarias para la aplicación del presente artículo.

Artículo 30

Transferencia de activos exteriores de reserva al BCE

30.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 28, los bancos centrales nacionales proporcionarán al BCE activos exteriores de reserva distintos de las monedas de los Estados miembros, de los ecus, de las posiciones de reserva y de los derechos especiales de giro del FMI, hasta un importe equivalente a 50 000 millones de ecus. El Consejo de Gobierno decidirá la proporción que deberá recibir el BCE tras su constitución en aplicación del presente Estatuto, así como los im@ortes que deban aportarse posteriormente. El BCE tendrá pleno derecho a poseer y gestionar las reservas exteriores que le sean transferidas, y a utilizarlas para los fines establecidos en el presente Estatuto.

30.2. Las contribuciones de cada banco central nacional se fijarán en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE.

30.3. Cada banco central nacional será acreditado por el BCE con un activo equivalente a su contribución. El Consejo de Gobierno determinará la denominación y la remuneración de dichos activos.

30.4. El BCE podrá solicitar más activos exteriores de reserva, excediendo el límite que establece el artículo 30.1, con arreglo a las disposiciones del artículo 30.2, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones que establezca el Consejo con arreglo al procedimiento establecido en el artículo 42.

30.5. El BCE podrá poseer y gestionar las posiciones de reserva y los derechos especiales de giro del FMI, así como disponer la puesta en común de dichos activos.

30.6. El Consejo de Gobierno decidirá todas las demás medidas que sean necesarias para la aplicación del presente artículo.

Artículo 31

Activos exteriores de reserva en posesión de los bancos centrales nacionales

31.1. Los bancos centrales nacionales podrán realizar transacciones en cumplimiento de sus obligaciones con organizaciones internacionales, de conformidad con el artículo 23.

31.2. Todas las demás operaciones en activos exteriores de reserva que permanezcan en poder de los bancos centrales nacionales tras las transferencias a que se refiere el artículo 30, así como las transacciones de los Estados miembros con sus fondos de maniobra oficiales en moneda extranjera, por encima de determinados límites que se establecerán con arreglo al artículo 31.3, estarán sujetas a la aprobación del BCE, con el fin de garantizar su coherencia con la política monetaria y de tipo de cambio de la Comunidad.

31.3. El Consejo de Gobierno establecerá las directrices destinadas a facilitar dichas operaciones.

Artículo 32

Asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales

32.1. Los ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del SEBC, denominados en lo sucesivo «ingresos monetarios», se aplicarán al final de cada ejercicio con arreglo a las disposiciones del presente artículo.

32.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 32.3, el importe de los ingresos monetarios de cada banco central nacional será igual a sus ingresos anuales procedentes de sus activos mantenidos contra billetes en circulación y depósitos de las entidades de crédito. Estos activos serán identificados por los bancos centrales nacionales con arreglo a las directrices que establecerá el Consejo de Gobierno.

32.3. Si a la entrada en vigor de la tercera fase de la unión económica y monetaria, a juicio del Consejo de Gobierno, las estructuras del balance de los bancos centrales nacionales no permiten la aplicación del artículo 32.2, el Consejo de Gobierno, por mayoría cualificada, podrá decidir que, no obstante lo dispuesto en el artículo 32.2, los ingresos monetarios se midan de acuerdo con un método alternativo durante un período que no podrá ser superior a cinco años.

32.4. El importe de los ingresos monetarios de cada banco central nacional se reducirá en un importe equivalente a cualquier interés pagado por dicho banco central sobre sus depósitos abiertos a entidades de crédito, de conformidad con el artículo 19.

El Consejo de Gobierno podrá decidir que los bancos centrales nacionales sean indemnizados por los costes en que incurran en relación con la emisión de billetes de banco o, en circunstancias excepcionales, por las pérdidas específicas derivadas de las operaciones de política monetaria realizadas para el SEBC. La indemnización adoptará la forma que considere adecuada el Consejo de Gobierno; dichos importes podrán compensarse con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales.

32.5. La suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a los bancos centrales nacionales proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE, sin perjuicio de las decisiones que adopte el Consejo de Gobierno con arreglo al artículo 33.2.

32.6. La compensación y la liquidación de los balances derivados de la asignación de los ingresos monetarios serán efectuadas por el BCE con arreglo a las directrices que establezca el Consejo de Gobierno.

32.7. El Consejo de Gobierno adoptará cualesquiera otras medidas necesarias para la aplicación del presente artículo.

Artículo 33

Asignación de los beneficios y pérdidas netos del BCE

33.1. Los beneficios netos del BCE se transferirán en el siguiente orden:

- (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;
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

33.2. Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente en proporción a y hasta los importes asignados a los bancos centrales nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5.

Capítulo VII

Disposiciones generales

Artículo 34

Actos jurídicos

34.1. Con arreglo al artículo 110 del Tratado, el BCE:

- elaborará reglamentos en la medida en que ello sea necesario para el ejercicio de las funciones definidas en el primer guión del artículo 3.1 y en los artículos 19.1, 22 o 25.2 de los Estatutos del SEBC, y en los casos que se establezcan en los actos del Consejo mencionados en el artículo 42;
- tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC por el Tratado y por los Estatutos del SEBC;
- formulará recomendaciones y emitirá dictámenes.

34.2. El reglamento tendrá un alcance general. Será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Las recomendaciones y los dictámenes no serán vinculantes.

La decisión será obligatoria en todos sus elementos para todos sus destinatarios.

Los artículos 253, 254 y 256 del Tratado se aplicarán respecto de los reglamentos y de las decisiones del BCE.

El BCE podrá decidir hacer públicos sus decisiones, recomendaciones y dictámenes.

34.3. Dentro de los límites y en las condiciones adoptados por el Consejo con arreglo al procedimiento establecido en el artículo 42 de los Estatutos, el BCE estará autorizado a imponer multas y pagos periódicos coercitivos a las empresas que no cumplan con sus obligaciones respecto de los reglamentos y decisiones del mismo.

Artículo 35

Control judicial y asuntos conexos

35.1. Los actos o las omisiones del BCE estarán sujetos a la revisión y a la interpretación del Tribunal de Justicia, en los casos previstos en el Tratado y con arreglo a las condiciones establecidas en el mismo. El BCE podrá emprender acciones en los casos y con arreglo a las condiciones establecidas en el Tratado.

35.2. Los litigios entre el BCE, por una parte, y sus acreedores, deudores o terceros, por otra, serán resueltos por los tribunales nacionales competentes, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Tribunal de Justicia.

35.3. El BCE estará sujeto al régimen de obligaciones que establece el artículo 288 del Tratado. Los bancos centrales nacionales serán responsables con arreglo a la legislación nacional respectiva.

35.4. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción para fallar en virtud de las cláusulas compromisorias que contengan los contratos celebrados por el BCE o en su nombre, ya estén regulados por el Derecho público o por el privado.

35.5. La decisión del BCE de emprender acciones ante el Tribunal de Justicia será tomada por el Consejo de Gobierno.

35.6. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción para los litigios relativos al cumplimiento por parte de los bancos centrales nacionales de las obligaciones derivadas de los presentes Estatutos. Cuando el BCE considere que un banco central nacional ha incumplido alguna de las obligaciones que establecen los presentes Estatutos, emitirá un dictamen motivado al respecto, después de haber dado a dicho banco central nacional la posibilidad de presentar sus alegaciones. Si el banco central nacional de que se trate no se atuviere a este dictamen en el plazo establecido por el BCE, éste podrá recurrir al Tribunal de Justicia.

Artículo 36

Personal

36.1. El Consejo de Gobierno, a propuesta del Comité Ejecutivo, establecerá las condiciones de contratación del personal del BCE.

36.2. El Tribunal de Justicia tendrá jurisdicción en cualquier litigio entre el BCE y sus empleados, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones que establezcan las condiciones de empleo.

Artículo 37

Sede

La decisión sobre el lugar en que se establezca la sede del BCE se tomará, antes del final de 1992, por común acuerdo de los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de los Jefes de Estado o de Gobierno.

Artículo 38

Secreto profesional

38.1. Los miembros de los órganos rectores y el personal del BCE y de los bancos centrales nacionales, incluso después de cesar en sus funciones, no deberán revelar información que, por su naturaleza, esté amparada por el secreto profesional.

38.2. Las personas que tengan acceso a datos amparados por la legislación comunitaria que imponga la obligación del secreto estarán sujetas a dicha legislación.

Artículo 39

Signatarios

El BCE se comprometerá legalmente frente a terceros por medio de su presidente o de dos miembros del Comité Ejecutivo, o por medio de las firmas de dos miembros del personal del BCE debidamente autorizados por el presidente para firmar en nombre del BCE.

Artículo 40 ()*

Privilegios e inmunidades

El BCE gozará en el territorio de los Estados miembros de los privilegios e inmunidades necesarios para el desempeño de sus funciones, en las condiciones que establece el Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de las Comunidades Europeas

Capítulo VIII

Modificación de los Estatutos y legislación complementaria

Artículo 41

Procedimiento de modificación simplificado

41.1 Con arreglo al apartado 5 del artículo 107 del Tratado, los artículos 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 a) y 36 de los presentes Estatutos podrán ser modificados por el Consejo, que se pronunciará o bien por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del BCE, previa consulta a la Comisión, o bien por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE. En ambos casos será necesario el dictamen conforme del Parlamento Europeo.

41.2. Las recomendaciones que haga el BCE con arreglo al presente artículo requerirán una decisión unánime del Consejo de Gobierno.

Artículo 42

Legislación complementaria

Con arreglo al apartado 6 del artículo 107 del Tratado, inmediatamente después de decidir la fecha del comienzo de la tercera fase, el Consejo, por mayoría

(*) Artículo tal y como ha sido modificado por el punto III.4) del artículo 6 del Tratado de Amsterdam.

cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, o sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, adoptará las disposiciones a que se refieren los artículos 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 y 34.3 del presente Estatuto.

Capítulo IX

Disposiciones transitorias y otras disposiciones para el SEBC

Artículo 43

Disposiciones generales

43.1. Las excepciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 122 del Tratado supondrán que los siguientes artículos de los presentes Estatutos no concederán derechos ni impondrán obligaciones a los Estados miembros de que se trate: 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 y 52.

43.2. Los bancos centrales de los Estados miembros que gocen de una excepción de conformidad con el apartado 1 del artículo 122 del Tratado conservarán sus competencias en el ámbito de la política monetaria con arreglo a la legislación nacional.

43.3. De conformidad con el apartado 4 del artículo 12 del Tratado, «los Estados miembros» significará «los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los siguientes artículos de los presentes Estatutos: 3, 11.2, 19, 34.2 y 50.

43.4. «Los bancos centrales nacionales» significará «los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los siguientes artículos del presente Estatuto: 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 y 52.

43.5. «Los accionistas» significará «los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los artículos 10.3 y 33.1.

43.6. «El capital suscrito del SEBC» significará «el capital del BCE suscrito por los bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a una excepción» en los artículos 10.3 y 30.2.

Artículo 44

Funciones transitorias del BCE

El BCE se encargará de las tareas del IME que debido a las excepciones de uno o varios de los Estados miembros aún hayan de ejercerse en la tercera fase.

El BCE emitirá dictámenes para preparar la supresión de las excepciones especificadas en el artículo 122 del Tratado.

Artículo 45

El Consejo General del BCE

45.1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 107 del Tratado, el Consejo General se constituirá como tercer órgano rector del BCE.

45.2. El Consejo General estará compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales. Los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo General.

45.3. Las responsabilidades del Consejo General figuran, en su totalidad, en el artículo 47 del presente Estatuto.

Artículo 46

Reglamento interno del Consejo General

46.1. El presidente, o, en ausencia de éste, el vicepresidente del BCE, presidirá el Consejo general del BCE.

46.2. El presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo General.

46.3. El presidente preparará las reuniones del Consejo General.

46.4. No obstante lo dispuesto en el artículo 12.3, el Consejo General adoptará su reglamento interno.

46.5. El BCE se encargará de la secretaría del Consejo General.

Artículo 47

Responsabilidades del Consejo General

47.1. El Consejo General

- llevará a cabo las tareas a que se refiere el artículo 44;
- contribuirá al desarrollo de las funciones consultivas a que se refieren los artículos 4 y 25.1.

47.2. El Consejo General contribuirá:

- a la recopilación de la información estadística a que se refiere el artículo 5;
- a la elaboración de informes acerca de las actividades del BCE a que se refiere el artículo 15;
- al establecimiento de las normas necesarias para la aplicación del artículo 26 a que se refiere el artículo 26.4.;
- a la adopción de todas las restantes medidas necesarias para la aplicación del artículo 29 a que se refiere el artículo 29.4.;
- al establecimiento de las condiciones de contratación del personal del BCE a que se refiere el artículo 36.

47.3. El Consejo General contribuirá a los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros acogidas a una excepción respecto de las monedas, o la moneda única, de los Estados miembros no acogidos a excepción, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 123 del Tratado.

47.4. El presidente del BCE informará al Consejo General acerca de las decisiones del Consejo de Gobierno.

Artículo 48

Disposiciones transitorias para el capital del BCE

Con arreglo al artículo 29.1, se asignará a cada banco central nacional una ponderación en la clave para la suscripción del capital del BCE. No obstante lo dispuesto en el artículo 28.3, los bancos centrales de los Estados miembros acogidos a una excepción no desembolsarán el capital suscrito a no ser que el Consejo General, por una mayoría que represente como mínimo dos tercios del capital suscrito del BCE y al menos a la mitad de los accionistas, decida que debe pagarse un porcentaje mínimo como contribución a los costes operativos del BCE.

Artículo 49

Pago diferido del capital, reservas y provisiones del BCE

49.1. El banco central de un Estado miembro cuya excepción haya sido suprimida desembolsará su parte suscrita de capital del BCE en la misma medida que los demás bancos centrales de los Estados miembros no acogidos a excepción y transferirá al BCE activos de reserva de cambio con arreglo a lo dispuesto en el artículo 30.1. La cantidad que deba transferirse se determinará multiplicando el valor en euros, al tipo de cambio del momento, de los activos de reserva antedichos transferidos ya hasta aquel momento al BCE, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 30.1, por el coeficiente resultante de dividir el número de acciones suscritas por el banco central nacional de que se trate y el número de acciones que ya hayan desembolsado los demás bancos centrales nacionales.

49.2. Además del desembolso que deberá efectuarse con arreglo al artículo 49.1, el banco central de que se trate contribuirá a las reservas del BCE, a las provisiones equivalentes a reservas y al importe que aún deba asignarse a las reservas y provisiones correspondientes al saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de diciembre del año anterior al de la supresión de la excepción. La cantidad con que deberá contribuir se determinará multiplicando el importe de las reservas, definido anteriormente y consignado en el balance aprobado del BCE, por el coeficiente resultante de dividir el número de acciones suscritas por el banco central de que se trate y el número de acciones que ya hayan desembolsado los demás bancos centrales.

Artículo 50

Nombramiento inicial de los miembros del Comité Ejecutivo

Cuando se forme el Comité Ejecutivo del BCE, el presidente, el vicepresidente y los demás miembros del Comité Ejecutivo serán nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y tras consultar al Parlamento Europeo y al Consejo del IME. El presidente del Comité Ejecutivo será nombrado por 8 años. No obstante lo dispuesto en el artículo 11.2, el vicepresidente será nombrado por 4 años y los demás miembros del Comité Ejecutivo por un período de mandato que variará entre 5 y 8 años. Ninguno de los mandatos será renovable. El número de miembros del Comité Ejecutivo podrá ser menor que el establecido en el artículo 11.1, pero de ningún modo podrá ser inferior a cuatro.

Artículo 51

Excepción al artículo 32

51.1. Si, tras el comienzo de la tercera fase de la UEM, el Consejo de Gobierno decidiera que la aplicación del artículo 32 tiene como resultado cambios significativos en las posiciones relativas en materia de ingresos de los bancos centrales nacionales, el volumen de ingresos que deberá asignarse con arreglo al artículo 32 se reducirá en un porcentaje uniforme que no podrá exceder del 60 % en el primer ejercicio económico tras el comienzo de la tercera fase y que disminuirá por lo menos en 12 puntos porcentuales cada ejercicio financiero siguiente.

51.2. El artículo 51.1 será de aplicación durante un período no superior a cinco ejercicios financieros completos tras el comienzo de la tercera fase.

Artículo 52

Cambio de los billetes de banco denominado en monedas comunitarias

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

Artículo 53

Aplicabilidad de las disposiciones transitorias

Mientras haya Estados miembros acogidos a excepción seguirán siendo aplicables los artículos 43 a 48 inclusive.

Glosario

Activos de garantía: activos pignorados como garantía de devolución de los préstamos que las **entidades de crédito** reciben de los bancos centrales, así como activos vendidos a los bancos centrales por las entidades de crédito como parte de las **operaciones dobles**.

Acuerdo sobre tipos de interés futuros (FRA): acuerdo por el que una parte se compromete a pagar a otra parte un cierto tipo de interés sobre un determinado principal durante un período específico que comienza en el futuro.

Administraciones Públicas: agrupa a la Administración Central, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social, tal como se definen en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Agregados monetarios: un agregado monetario puede definirse como la suma del **efectivo en circulación** y del saldo vivo de determinados pasivos de las **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** con un alto grado de liquidez. El **Eurosistema** ha definido el agregado monetario estrecho M1 como el efectivo en circulación y los **depósitos a la vista** de los residentes en la **zona del euro** (excluida la Administración Central) en entidades emisoras de la zona del euro. El agregado monetario M2 comprende M1, los **depósitos a plazo** de hasta dos años y los **depósitos disponibles con preaviso** de hasta tres meses. El agregado monetario amplio M3 incluye M2, las **cesiones temporales**, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores distintos de acciones de hasta dos años. El **Consejo de Gobierno del BCE** ha anunciado un valor de referencia para el crecimiento de M3 (véase, también, **valor de referencia para el crecimiento monetario**).

Balance consolidado de las IFM: el balance consolidado del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** se obtiene contabilizando en cifras netas las posiciones de las distintas IFM que figuran en su balance agregado (v.g. los préstamos entre las IFM y los depósitos de los fondos del mercado monetario en las IFM). Informa sobre los activos y pasivos del sector IFM frente a los residentes en la **zona del euro** que no pertenecen a este sector (Administraciones Públicas y otros residentes en la zona del euro) y frente a los no residentes en dicha zona. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los **agregados monetarios** y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y del **Eurosistema** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades, de conformidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Brecha de producción: diferencia entre el producto real y el producto potencial de una economía, expresada en porcentaje del producto potencial. Puede considerarse que la tasa de crecimiento del producto potencial es la tasa de crecimiento del producto real que puede mantenerse a medio o largo plazo. Esto puede ser similar, en la práctica, a la tasa tendencial del crecimiento de la economía. El producto potencial y, por lo tanto, también la brecha de producción son muy difíciles de estimar en tiempo real.

Cesión temporal: acuerdo por el cual, cuando se vende un activo, el vendedor, simultáneamente, adquiere el derecho y la obligación de recomprarlo a un precio predeterminado en una fecha futura o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores. El **Eurosistema** utiliza cesiones temporales con vencimiento determinado en sus **operaciones temporales**. Las cesiones temporales se incluyen en **M3** en los casos en los que el vendedor es una **Institución Financiera Monetaria (IFM)** y la **entidad de contrapartida**, un residente en la **zona del euro** distinto de IFM. De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16), las cesiones temporales se clasifican como pasivos en forma de depósito, ya que no son negociables. No obstante, las cesiones temporales no están incluidas en M2 porque tienen un nivel de sustituibilidad con los valores a corto plazo mayor que los **depósitos a plazo** o que los **depósitos disponibles con preaviso**. Además, tienen un carácter mayorista, mientras que los depósitos bancarios tradicionales lo tienen minorista.

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Estos coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas): institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa en cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión recomienda unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo.

Comité Económico y Financiero: órgano consultivo de la Comunidad establecido al inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. Los **Estados miembros**, la **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno no más de dos representantes. Uno de los dos representantes nombrados por los Estados miembros es alto cargo de la

administración nacional respectiva y el otro pertenece a la alta dirección del banco central nacional respectivo. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero, entre las que se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

Consejo Europeo: proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los **Estados miembros** y el Presidente de la **Comisión Europea** (véase, también, **Consejo de la UE**).

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los quince bancos centrales nacionales de la UE.

Consejo de Gobierno: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

Consejo de la UE: institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los gobiernos de los **Estados miembros**, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina Consejo de Ministros). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de Consejo **ECOFIN**. Además, el Consejo puede estar formado por los Jefes de Estado o de Gobierno (véase, también, **Consejo Europeo**).

Crédito a residentes en la zona del euro: medida amplia de la financiación facilitada por el sector IFM a los residentes en la zona del euro distintos de **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** (incluidos el sector privado y las **Administraciones Públicas**). En su definición se incluyen **préstamos a residentes en la zona del euro** concedidos por las IFM y valores emitidos por residentes en dicha zona en poder de estas instituciones. Entre estas últimas figuran acciones, participaciones y valores distintos de acciones, incluidos instrumentos del mercado monetario. Dado que los valores pueden considerarse una fuente de financiación alternativa con respecto a los préstamos y que algunos préstamos pueden titulizarse, esta definición ofrece una información más precisa sobre el volumen total de financiación proporcionado por el sector IFM a la economía que una definición más limitada que solo incluyera los préstamos.

Criterios de convergencia: criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 121 del **Tratado** (y desarrollado en el Protocolo nº 21) para evaluar si un país puede participar en la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. Se refieren a la

estabilidad de precios, la situación del presupuesto público, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo. También incluyen un examen de la compatibilidad de la legislación nacional, incluidos los Estatutos de los bancos centrales nacionales, con el Tratado y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. Los informes presentados de conformidad con el apartado 1 del artículo 121 por la **Comisión Europea** y por el **IME** en 1998 examinaron si cada uno de los **Estados miembros** había logrado un alto grado de convergencia sostenible, atendiendo al cumplimiento de estos criterios.

Demanda de dinero: relación económica fundamental que representa la demanda de saldos monetarios por parte de instituciones monetarias no financieras. La demanda de dinero suele expresarse como una función de los precios y de la actividad económica, que sirve de aproximación al nivel de transacciones en la economía, y de ciertas variables asociadas con los tipos de interés, que miden los costes de oportunidad y la rentabilidad de mantener dinero.

Depósitos disponibles con preaviso: esta categoría comprende los depósitos de ahorro, en los que el tenedor, previo aviso, tiene que esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetos a una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los disponibles con preaviso superior a tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a plazo: esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden no ser convertibles antes de su vencimiento o ser convertibles, sujetos a una penalización. También comprende algunos instrumentos de renta fija no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no negociables. Los depósitos a plazo de hasta dos años están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los depósitos a más de dos años lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)**.

Depósitos a la vista: depósitos con vencimiento al día siguiente. Esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión. Los depósitos a la vista están incluidos en **M1** (y, por lo tanto, en **M3**).

ECU (unidad de cuenta europea): antes de la tercera fase de la UEM, el ECU era una cesta compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los Estados miembros de la UE. El valor del ECU se calculaba como una media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. El ECU oficial se utilizaba como numerario del **Mecanismo de Cambios del SME** y como activo de reserva de los bancos centrales.

Efectivo en circulación: se refiere tanto a los billetes como a las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. Comprende los billetes emitidos por el **Eurosistema**, así como las monedas emitidas por algunos bancos centrales nacionales del Eurosistema y por la Administración Central. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere solo a los billetes y monedas en circulación fuera del sector IFM, como figura en el **balance consolidado de las IFM** (lo que implica que se ha restado el efectivo emitido y tenido por las IFM —«reservas en efectivo»—). El efectivo en circulación no incluye el saldo de los propios billetes de los bancos centrales (puesto que no se han emitido), ni las monedas conmemorativas que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de crédito: toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado I del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. De conformidad con esta definición una entidad de crédito es (a) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (b) una entidad de dinero electrónico, según la definición de la Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día. Se calcula como media ponderada de los tipos de interés de los depósitos a un día no garantizados, denominados en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de entidades de crédito.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Banco Central Europeo (BCE)**. El Consejo de Gobierno ha publicado una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios y para rendir cuentas. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno anunció que la estabilidad de precios, definida de este modo, ha de mantenerse en el medio plazo. Esta definición establece un límite máximo para la tasa de inflación registrada, y, al mismo tiempo, el empleo de la palabra «incremento» indica que una deflación, es decir, descensos prolongados en el nivel del IAPC, no se consideraría compatible con la estabilidad de precios.

Estado miembro: país miembro de la Unión Europea.

Estrategia basada en dos pilares: la estrategia de política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** se basa en la definición cuantitativa de **estabilidad de**

precios y en dos marcos analíticos («pilares») que contribuyen a evaluar los riesgos para la futura estabilidad de precios. El primer pilar otorga un papel destacado al dinero —la evolución monetaria y crediticia se analiza detenidamente debido a su contenido informativo—. Incluye un valor de referencia para el crecimiento monetario y una serie de modelos en los que la evolución monetaria y crediticia es importante para determinar o predecir la evolución de los precios. El segundo pilar presupone el análisis de una amplia gama de otras variables económicas y financieras. Incluye diversos modelos en los que la presión de los costes y la relación entre la oferta y la demanda en los mercados de trabajo, de bienes y de servicios determinan la evolución de los precios.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otro banco. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento a una semana, y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de las principales entidades de crédito.

Euro: nombre de la moneda europea adoptado por el **Consejo Europeo** en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995, y utilizado en lugar del término genérico **ECU (unidad de cuenta europea)** con el que figura en el **Tratado**.

Eurosistema: comprende el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro** en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** (véase, también, **zona del euro**). El Eurosistema, que está regido por el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, está compuesto, en la actualidad, por doce bancos centrales nacionales.

Eurostat: Oficina Estadística de las Comunidades Europeas que forma parte de la **Comisión Europea** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias. En el marco de programas estadísticos comunitarios quinquenales, Eurostat recopila y procesa sistemáticamente información, elaborada principalmente por las autoridades nacionales.

Exigencia de reservas: obligación de que las **entidades de crédito** mantengan unas reservas mínimas en el banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**, la exigencia de reservas de una **entidad de crédito** se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas** por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, las entidades pueden deducir una **franquicia** de las reservas exigidas.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para efectuar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés predeterminado.

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 predeterminado contra la entrega de activos de garantía (véase **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Futuros: contrato para comprar o vender valores o materias prima a un precio fijo en una fecha futura determinada.

Independencia de los bancos centrales: el artículo 108 (antiguo artículo 107) del **Tratado** y el artículo 7 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo establecen el principio de independencia de los bancos centrales. En el ejercicio de las facultades y desempeño de las funciones y los deberes que les han sido conferidos ni el **Banco Central Europeo (BCE)** ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones u organismos comunitarios, de ningún Gobierno de un **Estado miembro** ni de ningún otro organismo. Al mismo tiempo, las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los **Estados miembros**, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE o de los BCN.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): el IAPC fue desarrollado por la **Comisión Europea** (Eurostat), en estrecha colaboración con los institutos estadísticos nacionales, con el **Instituto Monetario Europeo (IME)** y, posteriormente, con el **Banco Central Europeo (BCE)**. Es la medida utilizada por el BCE para definir la estabilidad de precios en términos cuantitativos.

Indicadores adelantados: variables económicas que adelantan o contienen información de utilidad para predecir la evolución futura de otras variables.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluye los bancos centrales, las **entidades de crédito** residentes en la zona, definidas con arreglo al derecho comunitario, y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutivos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

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 (UEM)**. Sus dos funciones principales consistían en reforzar la

cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo (BCE)**.

Inversión: formación bruta de capital fijo, tal como se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

M1, M2, M3: véase **agregados monetarios**.

Mecanismo de Cambios del SME: el mecanismo de cambios e intervención del **Sistema Monetario Europeo** definía el tipo de cambio de las divisas que lo integraban en términos de una paridad central frente al **ECU**. Estos tipos centrales se utilizaban para establecer una parrilla de paridades bilaterales entre las monedas participantes. Se permitía la fluctuación de las monedas alrededor de los tipos de cambio centrales bilaterales dentro de unas bandas. Las paridades centrales podían ajustarse previo acuerdo unánime de todos los países que participaban en este mecanismo. El Mecanismo de Cambios del SME dejó de funcionar al iniciarse la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** y establecerse el **MTC II**.

Mecanismo de transmisión: proceso a través del cual las decisiones de política monetaria afectan a la economía en general y a los niveles de precios en particular. Consta de una variedad de complejos canales de transmisión que suelen estar interrelacionados.

Mercado bursátil: véase **mercado de renta variable**.

Mercado de derivados: mercado en el que se emiten y negocian contratos financieros cuyo valor está relacionado con el precio de activos subyacentes, tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles o los precios de materias primas. Los tipos de derivados básicos son los **futuros**, las **opciones**, los **swaps** y los **acuerdos sobre tipos de interés futuros**.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten o se negocian fondos a corto plazo, mediante la utilización de instrumentos que, generalmente, tienen un vencimiento inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija. Un valor de renta fija representa una promesa de efectuar pagos periódicos durante un período concreto.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian acciones. Las acciones son participaciones en la propiedad de una empresa. Una diferencia importante entre acciones y deuda es que, en el primer caso, el emisor no tiene que efectuar ningún reembolso.

Mercados financieros: mercados en los que los que tienen exceso de fondos prestan a los que necesitan financiación.

MTC II (Mecanismo de Tipos de Cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiara entre la **zona del euro** y los **Estados miembros de la UE** que no participan en ella desde el inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. La participación en el MTC II es voluntaria; sin embargo, los Estados miembros acogidos a excepción pueden integrarse en él. La intervención en los mercados de divisas y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales participantes que no son de la zona del euro pueden, sin embargo, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Neutralidad del dinero: principio económico básico que afirma que, a largo plazo, las variaciones en la oferta monetaria producen únicamente cambios en las variables nominales, pero no en las variables reales. Por lo tanto, las variaciones en la oferta monetaria no tendrán efecto a largo plazo sobre variables como el producto real, el desempleo o los tipos de interés reales.

Objetivo de inflación: estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en las desviaciones de las previsiones de inflación con respecto a un objetivo de inflación publicado.

Objetivo monetario: estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en las desviaciones del crecimiento monetario con respecto a un objetivo.

Objetivo de tipo de cambio: estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en un tipo de cambio estable (o incluso fijo) frente a otra divisa o grupo de divisas.

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g. bonos o acciones) en o hasta una fecha futura determinada (fecha de ejercicio o vencimiento) a un precio fijo (el precio de ejercicio). Una opción de compra da derecho al tenedor a comprar los activos subyacentes a un precio de ejercicio predeterminado, mientras que una opción de venta le da derecho a venderlos a un precio de ejercicio acordado.

Operación de ajuste (*fine-tuning*): operación de mercado abierto no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

Operación doble: operación temporal para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimiento a tres meses, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad mensual.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central, que supone la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: 1) compra o venta simple de activos (al contado o a plazo); 2) compra o venta de activos mediante **cesión temporal**; 3) concesión o toma de préstamos con **activos de garantía**; 4) emisión de certificados de deuda del banco central; 5) captación de depósitos a plazo fijo; o 6) **swaps de divisas** entre la moneda nacional y una moneda extranjera.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación, con vencimiento a dos semanas, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad semanal.

Operación simple: operación por la cual se compran o venden activos a su vencimiento, al contado o a plazo, en el mercado.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con **activos de garantía**.

Orientaciones generales de política económica (OGPE): adoptadas anualmente por el **Consejo de la UE** como marco para definir los objetivos y las orientaciones de política económica de los **Estados Miembros** y de la Comunidad Europea.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo «al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas» y el otro relativo «a la aceleración y clarificación de la aplicación del **procedimiento de déficit excesivo**», y por una Resolución del **Consejo Europeo** sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Este Pacto pretende servir para mantener unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, como medio de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenible que favorezca la creación de empleo. Más concretamente, exige a los **Estados miembros** el objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que les permitiría hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del **valor de referencia** del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que forman parte de la UE presentarán **programas de estabilidad**, mientras que los países no participantes seguirán presentando **programas de convergencia**.

Parlamento Europeo: está compuesto por representantes de los ciudadanos de los **Estados miembros**. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo de los procedimientos seguidos para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **Banco Central Europeo (BCE)** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las entidades de crédito han de satisfacer. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes, que comienza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente.

Préstamos a residentes en la zona del euro: fondos concedidos por las **Instituciones Financieras Monetarias (IFM)** que no se materializan en documentos negociables o que no están representados por un único documento (si se han convertido en negociables). Esta descripción incluye los préstamos a hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. Los préstamos a hogares pueden adoptar la forma de crédito al consumo (préstamos concedidos para el consumo personal de bienes y servicios), préstamo para compra de vivienda (crédito otorgado para su inversión en vivienda, incluida la construcción y las mejoras) y otros préstamos (préstamos para amortización de deudas, educación, etc.) (véase, también, **crédito a residentes en la zona del euro**).

Primera fase, segunda fase, tercera fase: véase **Unión Económica y Monetaria (UEM)**:

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: procedimiento establecido en el artículo 104 del Tratado y desarrollado en el Protocolo nº 20 sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo. El artículo 104 exige que los **Estados miembros** observen la disciplina presupuestaria, define las condiciones que deben existir para que la situación presupuestaria se considere satisfactoria y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplan estas condiciones. En particular, establece los **criterios de convergencia fiscal** (**ratio de déficit** y **ratio de deuda**), el procedimiento que puede derivarse de que el **Consejo de la UE** decida que existe un déficit excesivo en un Estado miembro determinado, incluidas las medidas que han de adoptarse en caso de que persista una situación de déficit excesivo. El **Pacto de Estabilidad y Crecimiento** incluye otras disposiciones cuyo objetivo es acelerar y clarificar la puesta en marcha del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivos.

Programas de estabilidad: los **Estados miembros** que han adoptado la moneda única deben presentar planes públicos a medio plazo, que incluyan sus supuestos relativos a la evolución de las principales variables económicas, con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir una situación presupuestaria

cercana al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. En estos programas, que han de actualizarse cada año, se destacan las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero** son los encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el Consejo **ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas ofrece un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten los déficit excesivos. Los países que aún no han adoptado el **euro** deberán presentar sus **programas de convergencia** con periodicidad anual, de conformidad con el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema: resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema** para predecir la posible evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones de la zona del euro se obtienen de una manera que es compatible con las proyecciones de cada uno de los países. Forman parte del segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y constituyen uno de los distintos elementos que intervienen en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Ratio de déficit: uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definido el déficit público en el Protocolo nº 20 (sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**) como el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Ratio de deuda: uno de los **criterios de convergencia** fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado** considerado como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definida la deuda pública en el Protocolo nº 20 (sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**) como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores de las **Administraciones Públicas**. Las Administraciones Públicas se definen con arreglo al **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**.

Rendición de cuentas: principio según el cual una institución con autoridad para tomar decisiones es responsable de sus acciones.

Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET): sistema de pago que comprende cada uno de los **sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR)** de los quince **Estados miembros** de la UE y el sistema de pago del BCE. Los SLBTR nacionales y el sistema de pago del BCE están interconectados mediante un procedimiento común, el **mecanismo de interlinking**, que permite que los pagos transfronterizos efectuados en la Unión Europea puedan transferirse de un sistema a otro.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): el SEBC se compone del **Banco Central Europeo (BCE)** y de los bancos centrales nacionales de los quince **Estados miembros**, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no aún no han adoptado el **euro**.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas homogéneas para poder realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los **Estados miembros**. El SEC es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas. El SEC 95 es la última versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo.

Sistema Monetario Europeo (SME): régimen de tipos de cambio establecido en 1979 de conformidad con la Resolución del **Consejo Europeo** de 5 de diciembre de 1978. Sus procedimientos operativos quedaron fijados por el Acuerdo de 13 de marzo de 1979 entre los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE). El objetivo era incrementar la cooperación entre los países comunitarios en materia de política monetaria, con el fin de crear una zona de estabilidad monetaria en Europa. Los componentes principales del SME fueron el ECU, el mecanismo de cambios e intervención y diversos mecanismos de crédito. Dejo de funcionar al inicio de la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, cuando se estableció el MTC II.

Subasta estándar: procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un plazo de veinticuatro horas. Todas las **entidades de contrapartida** que cumplen los criterios generales de selección tienen derecho a presentar pujas.

Swap: acuerdo para intercambiar flujos monetarios futuros de acuerdo con una fórmula preestablecida (véase **swap de divisas**)

Swap de divisas: dos operaciones simultáneas, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede realizar operaciones de mercado abierto con fines de política monetaria mediante **swaps** de divisas en los que los bancos centrales nacionales [o el **Banco Central Europeo (BCE)**] compran (o venden) **euros** al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden (o compran) a plazo.

Tasa de actividad: población activa en proporción de la población total en edad de trabajar. La población en edad de trabajar está constituida por la población con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años de edad. La población activa incluye a ocupados y parados.

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 (véase **tipos de interés oficiales del BCE**)

Tipos de cambio efectivos (nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales son una media ponderada de varios tipos de cambio bilaterales. El tipo de cambio efectivo nominal del **euro** calculado por el **Banco Central Europeo (BCE)** es una media geométrica ponderada de los tipos de cambio del euro frente a las monedas de trece socios comerciales de la **zona del euro**. Las ponderaciones se basan en la participación del comercio de los respectivos países en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales ajustados de las diferencias entre los precios y los costes internos y externos. Son, por lo tanto, medidas de competitividad en términos de precios y costes. El tipo de cambio efectivo real del euro se obtiene utilizando los índices de precios de consumo (el **índice armonizado de precios de consumo (IAPC)** de la zona del euro y de otros Estados miembros de la UE).

Tipos de interés a largo plazo armonizados: el Protocolo nº 21 sobre los **criterios de convergencia** previstos en el artículo 121 (antiguo artículo 109) del **Tratado** exige que la convergencia de los tipos de interés se mida con referencia a los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo o de valores públicos comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales. Por ello, el **Instituto Monetario Europeo (IME)** llevó a cabo el trabajo conceptual de armonización de las estadísticas sobre tipos de interés a largo plazo y recopiló datos de los bancos centrales nacionales por cuenta de la **Comisión Europea (Eurostat)**. Esta tarea la ha asumido el **Banco Central Europeo (BCE)**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que determinan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** y que fija el **Consejo de Gobierno**. Los tipos de interés oficiales del BCE son el tipo de interés de las **operaciones principales de financiación** (el tipo fijo en las subastas a tipo de interés fijo y el tipo mínimo de puja en las subastas a tipo de interés variable), el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

Tratado: se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la Comunidad Económica Europea (CEE) y, con frecuencia, se le ha denominado «Tratado de Roma». El Tratado de la Unión Europea (al que se le suele denominar «Tratado de Maastricht») se firmó el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y estableció la Unión Europea. El «Tratado de Amsterdam», que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado de la Unión Europea. Del mismo modo, el «Tratado de Niza», que concluyó la Conferencia Intergubernamental del 2000 y que se firmó

el 26 de febrero de 2001, añadirá nuevas modificaciones al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y al Tratado de la Unión Europea, una vez que sea ratificado y que entre en vigor.

Tratado de Maastricht: véase **Tratado**.

Unión Económica y Monetaria (UEM): el **Tratado** describe el proceso para lograr la Unión Económica y Monetaria en tres fases. La primera fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo (IME)**, la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público, la prohibición del acceso privilegiado del sector público a las instituciones financieras y el procedimiento para evitar los déficit excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo (BCE)** y con la introducción del **euro**.

Valor de referencia para el crecimiento monetario: el **Consejo de Gobierno** otorga un papel destacado al dinero a la hora de instrumentar la política monetaria única, lo que presupone un análisis detenido de los **agregados monetarios** y de las entidades de contrapartida, debido a la información que contienen sobre la evolución futura de los precios. Esta importancia del dinero se pone de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento del agregado monetario **M3**. Dicho valor se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de **estabilidad de precios** formulada por el **Consejo de Gobierno**, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo.

Valor de referencia para la situación fiscal: el Protocolo nº 20 sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo** establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las **Administraciones Públicas** (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase, también, **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

Zona del euro: zona que incluye a aquellos **Estados miembros** que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el **euro** como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo (BCE)**.

Bibliografía

Capítulo I

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (1999), El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), *Boletín Mensual*, enero

BCE (1999), El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *Boletín Mensual*, julio

BCE (2000), *Informe Anual 1999*, abril

BCE (2000), *Informe de Convergencia 2000*, mayo

Otros documentos

IME (1998), *Informe de Convergencia 1998*, marzo.

Padoa-Schioppa, T. (1994), *The road to Monetary Union in Europe: The Emperor, the Kings, and the Genies*, Oxford University Press

Zilioli, C. y M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (primera parte), *Euredia*, 2, pp. 187-230

Zilioli, C. y M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (segunda y tercera parte), *Euredia*, 3, pp. 307-364

Capítulo 2

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (1999), El área del euro al inicio de la Tercera Etapa, *Boletín Mensual*, enero

BCE (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, febrero

BCE (1999), El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias, *Boletín Mensual*, abril

BCE (1999), Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999, *Boletín Mensual*, agosto

BCE (2000), La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera, *Boletín Mensual*, enero

BCE (2000), El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes, *Boletín Mensual*, agosto

BCE (2001), La zona del euro tras la integración de Grecia, *Boletín Mensual*, enero

BCE (2001), Características de la financiación empresarial en la zona del euro, *Boletín Mensual*, febrero

BCE (2001), *TARGET Annual Report*, mayo

BCE (2001), Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro, *Boletín Mensual*, mayo

Otros documentos

Comisión Europea (1990), One Market, One Money, *European Economy*, edición especial, nº 1

Fabiani S y R. Mestre (2000), Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment, *ECB Working Paper nº 17*, marzo

Layard, P.R.G., S. Nickell y R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press

Noyer, C. (1998), The euro in the global financial market, *Economic and Financial Review*, vol. 5, pp. 167-175

Roseveare, D. et al. (1996), Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries, *OECD Economics Department Working Paper nº 168*

Santillán, J., M. Bayle y C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, *ECB Occasional Paper nº 1*, julio

Capítulo 3

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (1999), La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad, *Boletín Mensual*, enero

BCE (1999), Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema, *Boletín Mensual*, febrero

- BCE (2000), *Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC*, mayo
- BCE (2000), La transmisión de la política monetaria en la zona del euro, *Boletín Mensual*, julio
- BCE (2000), *Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales*, agosto
- BCE (2000), Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE, *Boletín Mensual*, noviembre
- BCE (2001), Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro, *Boletín Mensual*, abril
- BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, informe, junio
- Otros documentos*
- BCE y Centro de Estudios Financieros de la Universidad Johann Wolfgang Goethe de Fráncfort (1999), *Monetary policy-making under uncertainty*, conferencia celebrada los días 3 y 4 de diciembre de 1999, Fráncfort del Meno
- BCE (2001), *Why price stability?* (Primera Conferencia del BCE sobre Bancos Centrales), Fráncfort del Meno
- BCE (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (trabajos presentados en la conferencia), Fráncfort del Meno
- Brand, C. y N. Cassola (2000), A money demand system for euro area M3, *ECB Working Paper n° 39*, noviembre
- Calza, A., A. Jung y L. Stracca (2000), An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area, *Review of World Economics*, vol. 136, pp. 680-701
- Calza, A., C. Gartner y J. Sousa (2001), Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area, *ECB Working Paper n° 55*, abril
- Coenen, G. y J.-L. Vega (1999), The demand for M3 in the euro area, *ECB Working Paper n° 6*, septiembre
- Domingo-Solans, E. (2000), *Monetary policy under inflation targeting*, intervención en la Cuarta Conferencia Anual del Banco Central de Chile, Santiago de Chile
- Duisenberg, W. (2000), *From the EMI to the ECB*, intervención en el Simposio del Bicentenario de la Banque de France, París, 30 de mayo de 2000.
- Fagan, G., J. Henry y R. Mestre (2000), An area-wide model (AWM) for the euro area, *ECB Working Paper n° 42*, diciembre

Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3), pp. 503-519

Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, vol. 15, pp. 353-388

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni y O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*

Nicoletti-Altimari, S. (2001), Does money lead inflation in the euro area?, *ECB Working Paper n° 63*, mayo

Stracca, L. (2001), The functional form of the demand for the euro area M1, *ECB Working Paper n° 51*, marzo

Winkler, B. (2000), Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, *ECB Working Paper n° 26*, agosto

Capítulo 4

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (1999), El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación, *Boletín Mensual*, mayo

BCE (2000), Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación, *Boletín Mensual*, julio

BCE (2000), *La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, noviembre

BCE (2001), El sistema de activos de garantía del Eurosistema, *Boletín Mensual*, abril

Otros documentos

Bindseil, U. y F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits the first 18 months, *ECB Working Paper n° 44*, febrero

Blenck, D. (2000), *Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*, trabajo presentado en la conferencia del BCE sobre el marco operativo del Eurosistema y los mercados financieros, celebrada los días 5 y 6 de mayo de 2000 en Fráncfort del Meno, www.ecb.int

Blinder, A.S. (1998), *Central banking in theory and practice*, MIT Press

Borio, C. (1997), Monetary policy operating procedures in industrial countries, *Implementation and tactics of monetary policy*, BIS conference papers, n° 3, pp. 286-368

Hämäläinen, S. (2000), *The operational framework of the Eurosystem*, trabajo presentado en la Conferencia del BCE sobre el marco operativo del Eurosistema y los mercados financieros, celebrada los días 5 y 6 de mayo de 2000 en Fráncfort del Meno, www.ecb.int

IME (1997), *La política monetaria única en la tercera etapa: Especificación del marco operativo*, enero

Manna, M., H. Pill y G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy, *International Finance*, vol. 4 (1)

Capítulo 5

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (2000), Decisiones de política monetaria en el contexto de la estrategia del Eurosistema, *Informe Anual 1999*, capítulo I

BCE (2001), Panorámica: decisiones de política monetaria en el año 2000, *Informe Anual 2000*, capítulo I

Otros documentos

Duisenberg, W.F. (1998, 1999 y 2000), *Introductory statements delivered at the hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, 8 de diciembre de 1998, 18 de enero de 1999, 19 de abril de 1999, 29 de noviembre de 1999, 20 de marzo de 2000, 20 de junio de 2000, 12 de septiembre de 2000 y 23 de noviembre de 2000

Issing, O. (2000), The ECB's monetary policy: experience after the first year, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22 (3), pp. 325-343

Issing, O. (2001), The euro - the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, pp. 1-20

Índice alfabético de términos

Activos de garantía	63, 65, 129
Acuerdo sobre tipos de interés futuros (FRA)	26, 129
Administraciones Públicas	14, 17-20, 24-25, 28, 129
Agregados monetarios	32-34, 43, 47, 49, 56, 82, 84, 87, 129
Balance consolidado de las IFM	34, 129
Banco Central Europeo (BCE)	7, 9-12, 129
Base monetaria	61
Base de reservas	71-73, 130
Brecha de producción	130
Cesión temporal	32-33, 63, 65, 70-72, 130
Coeficiente de reservas	71-73, 130
Comisión Europea	12, 19-20, 39-40, 53, 130
Comité Económico y Financiero (CEF)	102-103, 130
Comité Ejecutivo del BCE	11, 131
Comunidad Económica Europea (CEE)	141, 142
Consejo Europeo	131
Consejo General del BCE	131
Consejo de Gobierno del BCE	10-11, 38, 40-41, 45-46, 131
Consejo de la UE	12, 19-20, 41, 131
Crédito	23, 25, 43, 47, 82-84, 87-88, 131
Criterios de convergencia	9, 131
Demanda de dinero	47-49, 132
Depósitos disponibles con preaviso	32-33, 132
Depósitos a plazo	32-33, 132
Depósitos a la vista	32-33, 71, 132
ECOFIN	12, 41, 131
Efectivo en circulación	32-33, 133
Entidad de contrapartida	65, 133
Entidad de crédito	22-23, 31, 62, 65, 71, 78, 133
Estabilidad de precios	7, 9-13, 17, 19-20, 37-57, 81-89, 133
Estado miembro	9-12, 17-20, 40, 65-66, 133
Estrategia basada en dos pilares	37-57, 133
Euro	9-10, 134
Eurosistema	9-10, 134
Eurostat	39-40, 52-53, 134
Exigencia de reservas	65, 71-75, 134
Facilidad de depósito	61-66, 74-77, 83, 87, 134, 142

Facilidad marginal de crédito	61-66, 74-77, 83, 87, 135, 142
Facilidad permanente	66, 77, 135
Futuros	26-27, 135
Independencia de los bancos centrales	11-12, 57, 135
Indicadores adelantados	43, 49, 56, 135
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)	38-41, 52, 84, 135
Índice medio del tipo del euro a un día (EONIA)	27, 66-67, 133
Instituto Monetario Europeo (IME)	40, 135
Instituciones Financieras Monetarias (IFM)	26-35, 135
Inversión	18, 24, 44, 136
M1	32, 49, 51, 83, 85, 136
M2	32, 136
M3	32-33, 46-51, 82-85, 88, 136
Mecanismo de transmisión	37, 41-45, 47, 55-56, 62, 136
Mercado bursátil	29-30, 136
Mercado de derivados	26-27, 136
Mercado monetario	26-27, 31-35, 42, 45, 61-82, 136
Mercado de renta fija	26, 28-29, 136
Mercado de renta variable	29-30, 136
Mercados financieros	22-30, 38, 53, 66, 84, 88, 137
Neutralidad del dinero	41, 137
Objetivo de inflación	48-49, 59, 137
Objetivo monetario	48-49, 59, 137
Objetivo de tipo de cambio	48, 137
Opción	26, 137
Operación de ajuste	67, 69-70, 76-77, 80, 137
Operación doble	137
Operación de financiación a plazo más largo	67-69, 76-80, 138
Operación de mercado abierto	61-76, 80, 138
Operación principal de financiación	42, 63-69, 75-85, 138
Operación simple	69-70, 138
Operación temporal	63-64, 69-70, 138
Orientaciones generales de política económica (OGPE)	41, 138
Pacto de Estabilidad y Crecimiento	17-19, 138
Parlamento Europeo	12, 57-58, 139
Período de mantenimiento	72-79, 139
Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo	19, 95-97, 139
Programas de estabilidad	19, 139
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	54-55, 140

<i>Ratio de déficit</i>	18-20, 140
<i>Ratio de deuda</i>	18-20, 140
Rendición de cuentas	12, 38, 57-59, 140
Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)	9-10, 141
Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)	141
Sistema Monetario Europeo (SME)	49, 141
Subasta estándar	67-71, 141
<i>Swap</i> de divisas	27, 64, 69-70, 77, 141
<i>Swaps</i>	26-27, 64, 69-70, 77, 141
Tasa de actividad	14, 16, 141
TARGET	27, 140
Tercera fase de la UEM	7-8, 17, 19, 27, 29, 48, 61, 66, 72, 81-82, 139
Tipo de cambio central bilateral	136
Tipos de cambio efectivos	142
Tipos de cambio efectivos nominales	21-22, 142
Tipos de cambio efectivos reales	21-22, 142
Tipos de interés a largo plazo armonizados	142
Tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR)	27, 134
Tipos de interés oficiales del BCE	64-67, 86-88, 142
Tratado	7, 9-12, 19-20, 37-38, 57-58, 62, 91-108, 142
Transparencia	31, 37-38, 57-59, 62
Unidad de cuenta europea (ECU)	132
Unión Económica y Monetaria (UEM)	7, 141
Valor de referencia para el crecimiento monetario	46-59, 81-87, 143
Valor de referencia para la situación fiscal	19, 143
Zona del euro	9, 13-35, 143