



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL  
10º ANIVERSARIO DEL BCE

1998 - 2008

BOLETÍN MENSUAL

BANCO CENTRAL EUROPEO

BOLETÍN MENSUAL  
10º ANIVERSARIO DEL BCE

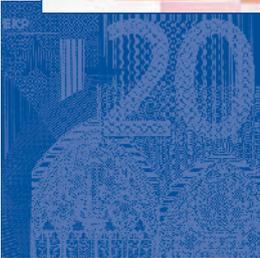


BANCO CENTRAL EUROPEO  
LOS PRIMEROS DIEZ AÑOS



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL 10º ANIVERSARIO DEL BCE

En el año 2008,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 10 euros.



© Banco Central Europeo, 2008

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid 2008

**Dirección**  
Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main,  
Alemania

**Apartado de Correos**  
Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main,  
Alemania

**Teléfono**  
+49 69 1344 0

**Internet**  
<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**  
+49 69 1344 6000

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.*

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

*Fotografías:*  
*ESKQ*  
*EUMETSAT*  
*Claudio Hils*  
*Martin Joppen*

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 9 de abril de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)  
ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b>	<b>5</b>	<b>Recuadros</b>	
<b>CONTEXTO HISTÓRICO</b>	<b>8</b>	1 Modelización de la economía de la zona del euro	<b>36</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>11</b>	2 Principales instrumentos y canales de comunicación utilizados por el BCE	<b>51</b>
<b>MARCO INSTITUCIONAL Y FUNCIONAMIENTO DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>21</b>	3 El sistema de activos de garantía del Eurosistema	<b>55</b>
<b>ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y SU APLICACIÓN</b>	<b>33</b>	4 El mecanismo de transmisión de la política monetaria	<b>61</b>
<b>RETOS DE POLÍTICA ECONÓMICA Y AMPLIACIÓN</b>	<b>67</b>	5 Entender los motivos de la persistencia de la inflación y los determinantes de la evolución salarial	<b>84</b>
<b>IMPACTO DEL EURO SOBRE EL COMERCIO Y LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU PAPEL INTERNACIONAL</b>	<b>93</b>	6 Resultados preliminares del trabajo del BCE sobre el desarrollo financiero	<b>111</b>
<b>INTEGRACIÓN FINANCIERA</b>	<b>107</b>	7 El papel del índice armonizado de precios de consumo	<b>145</b>
<b>ESTABILIDAD Y VIGILANCIA FINANCIERAS</b>	<b>125</b>		
<b>ESTADÍSTICAS</b>	<b>143</b>		
<b>BILLETES EN EUROS – UN SÍMBOLO TANGIBLE DE INTEGRACIÓN</b>	<b>149</b>		
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>155</b>		
<b>ANEJO</b>			
10 años de estadísticas de la zona del euro y su comparación con las de otras grandes áreas económicas	<b>159</b>		

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

## PRÓLOGO



El Banco Central Europeo (BCE) se creó el 1 de junio de 1998, convirtiéndose en el banco central independiente responsable de la moneda única europea, el euro, que se adoptó en enero de 1999. Para que un grupo de países tenga una moneda única, es necesario que cuenten con un banco central y un sistema de bancos centrales comunes a todos ellos. En consecuencia, el BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que comprende el BCE y los bancos centrales de todos los Estados miembros de la Unión Europea (UE), recibieron el mandato de mantener la estabilidad de precios y salvaguardar la credibilidad del euro.

En mayo de 1998, el Consejo Europeo adoptó una de las decisiones más trascendentales de la historia de la integración europea. Los dirigentes de la UE decidieron que once Estados miembros cumplían los requisitos necesarios para adoptar el euro. El origen de este hito histórico lo constituye el Tratado de Maastricht de 1992, que estableció el marco institucional del SEBC. El Tratado confirió a la elaboración de la política monetaria una dimensión supranacional y la aisló de cualquier tipo

de presión, incluida la ejercida por los gobiernos, garantizando con ello la plena independencia del BCE. Asimismo, otorgó al BCE facultad exclusiva para autorizar la emisión de billetes.

El Tratado de Maastricht había sido negociado y ratificado por los parlamentos nacionales sobre la base de que, a su debido tiempo, todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro y, en consecuencia, el SEBC asumiría todas las funciones relacionadas con la moneda única. Sin embargo, hasta que llegue ese momento, el actor principal es un grupo de bancos centrales pertenecientes al SEBC, que conforman el Eurosistema, integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro. El principal órgano rector del Eurosistema es el Consejo de Gobierno del BCE, compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales nacionales (BCN) de los países de la zona del euro.

El Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como una tasa positiva de inflación inferior al 2%, y ha anunciado que su objetivo es mantener la inflación en un valor inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Durante casi diez años se ha conseguido mantener, en general, la estabilidad de precios, a pesar de que se han registrado acusados incrementos de los precios de las materias primas —sobre los que la política monetaria no tiene influencia directa alguna— que han afectado a Europa y al resto del mundo, dando lugar a que la tasa media de inflación se haya situado ligeramente por encima del 2% desde la introducción del euro. Este resultado es extraordinario, teniendo en cuenta todas las perturbaciones que han marcado el período y la trayectoria de las economías que participan en la zona del euro. En las décadas anteriores a la adopción de la moneda única, las tasas medias de inflación anual de los respectivos países se situaban en niveles significativamente superiores a los registrados en la zona del euro durante el último decenio.

La estabilidad de precios es fundamental, no sólo porque protege el valor de la renta de todos los ciudadanos —especialmente de los más vulnerables y pobres—, sino también porque conseguir la estabi-



lidad de precios de forma creíble a medio plazo es uno de los requisitos previos para lograr un crecimiento sostenible y crear empleo. Al anclar las expectativas de inflación en niveles bajos, acordes con nuestra definición de estabilidad de precios, el BCE ha reducido las primas de riesgo de inflación, garantizando un entorno financiero propicio para el crecimiento y la creación de empleo. En el período transcurrido desde la introducción del euro hasta finales del 2007, en la zona del euro se crearon 15 millones de nuevos puestos de trabajo y la tasa de desempleo se situó en el nivel más bajo registrado desde principios de los años ochenta.

El euro desempeña un papel muy importante a la hora de impulsar el funcionamiento de nuestro amplio mercado continental y, por tanto, de conseguir un auténtico Mercado Único. Asimismo, ha contribuido a proteger a la economía de la zona del euro de las numerosas perturbaciones mundiales y de las acusadas turbulencias de los últimos años.

Estos logros han requerido un tiempo y unos esfuerzos considerables, puesto que el BCE ha navegado en aguas inexploradas, adoptando decisiones de notable envergadura y complejidad, y aplicándolas de forma conjunta con todos los miembros del Eurosistema, es decir, los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Entre las múltiples labores acometidas durante los últimos años, hemos tenido que entender cómo funcionaría la nueva unión monetaria, una vez creada, y cuál sería el complejo proceso de evolución de un importante espacio económico hacia la plena integración económica y monetaria.

En esta edición especial se evoca la labor realizada por el BCE en sus diez intensos años de existencia, se analizan algunos de los episodios más difíciles de este período y se examinan los retos a los que se enfrentan el BCE y la zona del euro al iniciar su segundo decenio.

Los principales retos son incrementar la flexibilidad y la adaptabilidad de la zona del euro, mejorando las políticas estructurales y fiscales, y aumentar su potencial de crecimiento. Existe una necesidad permanente de entender los cambios que se están produciendo en la economía y de

adaptar nuestros instrumentos a dichos cambios, a fin de identificar los factores determinantes de la inflación futura. Para conservar su credibilidad, la política monetaria ha de estar en alerta permanente, manteniendo las expectativas de inflación en niveles acordes con nuestra definición de estabilidad de precios. Asimismo, hemos de pensar en la mejor manera de prepararnos para futuras ampliaciones de la zona del euro.

Los logros obtenidos en este primer decenio se deben a la visión y a la determinación de los miembros del Consejo de Gobierno, tanto los anteriores como los actuales, así como a la energía y a la dedicación del personal del Eurosistema. En esta ocasión especial, deseo expresar mi sincero agradecimiento a todos aquellos que han contribuido a construir unos cimientos sólidos para el euro. La moneda única se ha convertido en un símbolo que es motivo de orgullo para un continente que ha ido cobrando cada vez mayor relevancia.

El Eurosistema funciona como un equipo al servicio de los 320 millones de ciudadanos que habitan en los quince países que han decidido compartir su destino. El euro es nuestra moneda y los europeos saben que somos fieles al mandato que nos han encomendado.

Por último, deseo transmitir mi más profunda gratitud a todo el personal del BCE y de los BCN que han participado en esta publicación, por su brillante contribución y por haberla hecho posible.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet, presidente del BCE.



**Comité Ejecutivo en junio de 1998:**

**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing,  
Eugenio Domingo Solans

**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**  
Christian Noyer (Vicepresidente),  
Wim F. Duisenberg (Presidente),  
Sirikka Hamäläinen



**Comité Ejecutivo en junio del 2008:**

**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet (Presidente),  
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

## CONTEXTO HISTÓRICO

La integración monetaria europea se remonta a principios de los años sesenta, cuando los seis miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE) comenzaron a cooperar en determinadas cuestiones monetarias. La primera propuesta concreta para la creación de una unión monetaria y económica data también de esa época; en ella se planteaba que la zona de libre comercio establecida por el Tratado de Roma se convirtiese en una unión económica a finales de la década. Sin embargo, esta propuesta no prosperó y el sistema monetario internacional permaneció estable varios años. Habría que esperar hasta 1969, tras una serie de crisis cambiarias y de balanza de pagos, para que los dirigentes de los seis miembros de la CEE decidieran trazar un plan para una unión económica y monetaria. Esta decisión cristalizó en el Informe Werner de 1970, en el que se contemplaba la creación de dicha unión en tres fases, que se concluiría en 1980. El interés en este ambicioso plan decayó en 1971 a raíz de la desaparición del régimen de tipo de cambio fijo de Bretton Woods. Al mismo tiempo, los países europeos tomaron conciencia de que la fluctuación incontrolada de los tipos de cambio podría perjudicar la integración comercial. La creación en 1972 de la denominada «serpiente monetaria» constituyó un primer intento de estabilizar los tipos de cambio de varias monedas europeas, pero este mecanismo cayó víctima de la considerable inestabilidad de los mercados de divisas y de la recesión internacional que siguió a la primera crisis del petróleo de 1973. En 1977, después de que varias monedas europeas se unieran o abandonaran la «serpiente monetaria», el sistema se redujo a una «zona del marco alemán» integrada por Alemania, los países del Benelux y Dinamarca.

En 1979, Francia y Alemania dieron un nuevo impulso a la integración monetaria, que se tradujo en la creación del Sistema Monetario Europeo (SME), que se mantuvo hasta la adopción del euro en 1999. Sus principales pilares eran la coordinación de la política monetaria y la convergencia hacia la estabilidad de precios en tanto que elementos necesarios para la estabilidad cambiaria. Durante este período se intensificaron las relaciones entre los bancos centrales, los reajustes cambiarios se superaron al cumplimiento de objetivos de convergencia a fin de reducir la frecuencia y el impacto de

devaluaciones perjudiciales (que a pesar de todo seguían produciéndose ocasionalmente), se eliminaron los controles de capitales, se aplicaron en todos los países políticas que perseguían niveles bajos de inflación y la integración económica avanzó a paso acelerado. En los años de vigencia del SME se extrajeron algunas lecciones acerca de la importancia de mantener la convergencia nominal y la disciplina presupuestaria de forma sostenida.

Hacia finales de los años ochenta, se reavivó el debate acerca de la viabilidad de una unión económica y monetaria europea. El Consejo Europeo asignó a un comité de expertos presidido por Jacques Delors la presentación de propuestas para la realización de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El resultado de estos trabajos, el Informe Delors, contenía las líneas fundamentales del Tratado de Maastricht, que fue suscrito en 1992 por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE y ratificado en 1993 por todos los países de la UE. En él se establecieron las bases para la introducción de la moneda única casi diez años después. En los años siguientes se impulsó el proceso de convergencia y se desarrollaron los mecanismos institucionales pertinentes. El Instituto Monetario Europeo (IME), creado en 1994, comenzó los preparativos del marco normativo, organizativo y logístico para el establecimiento del nuevo sistema supranacional de bancos centrales. Este trabajo previo fue esencial para la creación del BCE y del SEBC, para permitirles llevar a cabo sus funciones y para el lanzamiento de la nueva moneda única.

En mayo de 1998, el Consejo de la Unión Europea decidió que once países cumplían los criterios de convergencia, es decir, la serie de condiciones establecidas para la adopción del euro. El 1 de junio de 1998 se fundaron el BCE y el SEBC. Hasta el momento en que todos los miembros de la UE hayan adoptado el euro, el actor principal es el Eurosistema, integrado por el BCE y los bancos centrales de los países de la zona del euro.

Desde el comienzo, el Banco Central Europeo y el Eurosistema se han enfrentado a retos de gran envergadura. En particular, como era una institución nueva, el BCE tenía que adquirir credibilidad y

ganarse la confianza del público y de los mercados financieros acerca de su capacidad para mantener la estabilidad de precios. También tenía que dotarse de una estructura que le permitiera trabajar eficazmente con los BCN del Eurosistema. La absoluta novedad del entorno institucional y económico complicó estas tareas, pues, de hecho, el euro creó una nueva entidad económica y financiera, cuyas características no se habían podido analizar por completo, y cuyas consecuencias no alcanzaban a entenderse del todo.

En la presente edición especial del Boletín Mensual, publicada con ocasión del décimo aniversario, se evocan el trabajo y los logros del BCE y del Eurosistema en sus diez intensos años de existencia. Asimismo, se examinan algunos retos y objetivos futuros relacionados con las competencias del BCE. Del análisis de la actividad del BCE y del Eurosistema destacan dos aspectos:

- En primer lugar, con el paso de los años, la integración monetaria ha avanzado en paralelo con la integración económica. De hecho, el camino recorrido por Europa hacia la UEM es único en la historia, en el sentido de que se articula sobre el concepto de un mercado único para países soberanos. Este aspecto la distingue de la mayoría de las uniones monetarias formadas en el pasado, en las que la creación previa de una unión política (o estado nación) preparó el terreno para el establecimiento de un mercado único con condiciones homogéneas para empresas y hogares. Esperamos que el euro contribuya positivamente a que se siga avanzando en la integración económica y financiera. Este aspecto se analiza con más detalle en los capítulos 4, 5 y 6, dedicados, respectivamente, a la integración de la economía real, a la creciente apertura del comercio y a la integración de los mercados financieros.
- En segundo lugar, el Eurosistema adopta sus decisiones de forma centralizada, aunque su aplicación se hace de forma descentralizada. La descentralización del Eurosistema ofrece tres ventajas fundamentales. La primera es que el BCE se beneficia de la experiencia, la infraestructura y la capacidad operativa de los BCN

del Eurosistema. La segunda es que los BCN facilitan la comunicación entre el BCE y los ciudadanos de la zona del euro, puesto que hablan la lengua o lenguas de sus respectivos países y conocen su cultura. La tercera ventaja es que los BCN proporcionan a las entidades de crédito de cada país acceso a la red de banca central, un aspecto importante teniendo en cuenta el tamaño de la zona del euro y las relaciones entre las comunidades bancarias nacionales y su BCN. El marco ha funcionado correctamente en sus diez años de existencia y también ha cumplido satisfactoriamente su cometido en la ampliación de la Unión Europea y de la zona del euro.

En estos diez años el BCE ha conseguido un alto grado de credibilidad en todo el mundo. En esta segunda década que comienza para la zona del euro es importante mantener esta credibilidad y responder a todos los retos que se presenten en el futuro. En esta edición especial del Boletín Mensual publicada con motivo del décimo aniversario queda patente que, en muchos sentidos, ahora compartimos un destino común.

## EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC)



## EL EUROSISTEMA





## I INTRODUCCIÓN

*«... lograr que todos los hombres trabajen unidos, demostrarles que, por encima de las divergencias o más allá de las fronteras, tienen un interés común.»*

Jean Monnet

En esta edición especial del Boletín Mensual se analizan los primeros diez años de funcionamiento del Banco Central Europeo (BCE) y del Eurosistema, formado por el BCE y los bancos centrales de los países de la Unión Europea que ya han adoptado el euro. En ella se describe la labor llevada a cabo por esta nueva institución y este nuevo sistema durante esta década llena de acontecimientos, y se contemplan algunos de los posibles retos futuros que habrán de afrontar en los próximos diez años y posteriormente.

El BCE está cumpliendo su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, y su estrategia de política monetaria es creíble y ampliamente comprendida. Aunque la formulación de la política monetaria única es el cometido más notorio del BCE, no es, sin embargo, el único. Con el fin de lograr su objetivo, el BCE ha de desempeñar diversas tareas y actividades, algunas de las cuales se precisaron además en el Tratado de Maastricht, mientras que otras complementan el marco de la política monetaria única. Así pues, esta edición especial contribuye a entender mejor las diversas tareas llevadas a cabo por el BCE y por el Eurosistema.

La creación del BCE y del SEBC y la adopción del euro dieron lugar a la instauración de un nuevo marco institucional para la Unión Económica y Monetaria (UEM), que combina una política monetaria centralizada con unas políticas fiscales y estructurales descentralizadas. En el capítulo 2 se explica cómo se transfirió la competencia relativa a la política monetaria única a una institución supranacional, es decir, comunitaria. Esta nueva institución, el BCE, encargada de formular la política monetaria, fue dotada por el Tratado de un elevado grado de independencia, que se traduce en una combinación de independencia tanto institucional como personal, financiera y funcional. En el nuevo Tratado de Lisboa, el BCE figura como una de las instituciones de la Unión Europea, lo que refleja que la política monetaria es indivisible y que los bancos centrales necesitan ser independientes para lograr la estabilidad de precios. Por el contrario, las políticas presupuestarias resultan más eficientes si se establecen a escala nacional —sujetas a los parámetros establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento— con el fin de tomar en consideración las características y los marcos institucionales nacionales. Las políticas estructurales también se fijan a escala nacional, aunque están sujetas a la revisión y a la coordinación entre pares en el marco de la Estrategia de Lisboa.

El nuevo marco institucional de la UEM prevé procedimientos de coordinación adecuados que tienen en cuenta la creciente interdependencia de los países de la zona del euro. Como resultado, el BCE y el Eurosistema necesitan intercambiar información e interactuar frecuentemente con otros organismos e instituciones europeos, como el consejo que reúne a los ministros de Economía y Finanzas (Consejo ECOFIN) y a sus distintos comités preparatorios, el Eurogrupo y la Comisión Europea. Además, el BCE tiene el deber de informar al Parlamento Europeo. Desde septiembre de 1998, esta práctica ha resultado satisfactoria. No obstante, a medida que avance la integración en la zona del euro, las políticas definidas a escala nacional deberán tener en cuenta los requisitos de la Comunidad.

El Consejo de Gobierno del BCE es responsable de formular la política monetaria de la zona del euro y de establecer las directrices para su aplicación, que es exactamente lo que hizo en octubre de 1998, cuando anunció una estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad, diseñada para lograr el objetivo primordial de estabilidad de precios recogido en el Tratado de Maastricht. La estrategia, clarificada en el 2003, se compone de dos elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios y un «marco basado en dos pilares». El primer elemento implica que el objetivo primordial del BCE es mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%. De hecho, existe un amplio consenso en

**El BCE tiene un objetivo principal: la estabilidad de precios**

**El marco institucional de la UEM combina una política monetaria centralizada con...**

**...políticas fiscales y estructurales descentralizadas...**

**... y necesita mayor intercambio de información y coordinación**

**El Consejo de Gobierno formula la política monetaria**



**Un marco basado en dos pilares para la zona del euro**

**El Eurosistema precisó de unos preparativos sin precedentes**

**Las reformas económicas son esenciales para el buen funcionamiento de la zona del euro**

cuanto a que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al bienestar económico. El segundo elemento es el «marco basado en dos pilares», que se fundamenta en un análisis económico y un análisis monetario. Los dos son importantes para evaluar los distintos riesgos para la estabilidad de precios. El análisis económico abarca un horizonte temporal de corto a medio plazo, y se sustenta en una amplia gama de estadísticas económicas y financieras, así como en indicadores significativos de la evolución de los precios. El análisis monetario, por el contrario, contempla un horizonte temporal a más largo plazo y concede un papel destacado a la evolución monetaria y del crédito. Este marco basado en dos pilares permite una buena organización del análisis interno y facilita la comunicación con el público en general y con los mercados financieros.

En el capítulo 3 se detallan las principales características y elementos de la estrategia, su instrumentación y la ejecución de la política monetaria desde la adopción del euro en 1999, y también se pone de manifiesto la extensa labor que fue necesaria para asegurar la funcionalidad del Eurosistema. Entre las tareas acometidas se incluyó la creación de la infraestructura para la aplicación de la política monetaria única. Además, el BCE hubo de establecer su propia organización y procedimientos. En este capítulo se destaca, asimismo, que el BCE y el Eurosistema comenzaron sus actividades con un conocimiento limitado de cómo funcionaría la zona del euro cuando se produjese la integración monetaria. Si dirigir la política monetaria no resulta una tarea fácil incluso en circunstancias normales, en este caso constituyó un verdadero reto, dada la transición sin precedentes de unas políticas nacionales ampliamente probadas a una nueva política supranacional. Desde el primer momento se realizaron inversiones considerables en investigación, análisis y estadísticas. Actualmente continúa desarrollándose una amplia gama de modelos e instrumentos que contribuyen a proporcionar datos actualizados en tiempo real. La mayor parte de este análisis es de dominio público y está sujeta a la revisión entre pares, por lo que constituye un patrimonio común.

En el capítulo 4 se analizan los retos en materia de política económica y la evolución macroeconómica de la zona del euro. El análisis de las tendencias de la economía real y de las políticas económicas sirve para distintas finalidades. Por ejemplo, contribuye al citado análisis que se realiza en el marco de la estrategia basada en los dos pilares y al análisis del proceso de transmisión de la política monetaria; además, permite reconocer la evolución macroeconómica derivada principalmente de las políticas estructurales y fiscales y de la evolución mundial, y su incidencia sobre las presiones inflacionistas. En este capítulo se presentan algunas tendencias del crecimiento real, de la productividad y de los mercados de trabajo de la zona del euro observadas durante estos diez años. Cabe destacar que, a lo largo del pasado decenio, el marco general de la UEM ha favorecido un crecimiento del empleo muy sostenido. A continuación se comentan las políticas fiscales, antes de mostrar algunas regularidades empíricas relativas a los diferenciales de crecimiento del producto real y de inflación en los distintos países.

De este capítulo pueden extraerse varias conclusiones. De cara al futuro, son esenciales unas reformas estructurales y unas políticas presupuestarias saneadas para lograr la estabilidad macroeconómica general y buenos resultados en estas áreas, es decir, un crecimiento del empleo y del producto elevados, una tasa natural de desempleo reducida y la ausencia de diferenciales importantes en la evolución entre los distintos países. Los diferenciales de costes e inflación entre países, debidos a una evolución inadecuada de los salarios, así como a las rigideces presupuestarias y estructurales, pueden producir una pérdida de competitividad y afectar negativamente al crecimiento del empleo y del producto. El buen funcionamiento de los mecanismos de ajuste ante perturbaciones concretas deberían garantizarse mediante unos mercados de trabajo y de productos flexibles, la culminación del Mercado Único y unas políticas presupuestarias bien ideadas y sostenibles. Por último, se recomienda a aquellos países cuyo objetivo es introducir el euro en el futuro que, cuando opten por integrarse en la zona del euro, tengan en cuenta las cuestiones mencionadas con anterioridad en sus procesos de convergencia.

La moneda única está transformando gradualmente las economías de la zona del euro. En el ámbito de los negocios, algunos costes como, por ejemplo, el de cambio de divisas o el de cobertura contra la volatilidad de los tipos de cambio, han disminuido o incluso desaparecido completamente, y los costes de información, como los derivados de la necesidad de comparar los precios de los bienes y servicios a nivel internacional, están disminuyendo. Se espera que el euro dé impulso al Mercado Único, es decir, que elimine las barreras que aún existen a la libre circulación de bienes, servicios y personas, ampliando la transparencia de los precios y dificultando la discriminación de los mismos, lo que debería contribuir a reducir la segmentación del mercado y a fomentar la competencia. La eficiencia del euro como medio de cambio y unidad de cuenta es mayor que la de las múltiples monedas a las que ha sustituido. En la presente edición especial del Boletín Mensual se consideran diversas maneras en las que el euro está contribuyendo a transformar los mercados financieros y los resultados macroeconómicos de Europa. Naturalmente, dichos efectos, que promueven una mayor integración en la zona del euro, se producen lentamente y es posible que aún pasen varias décadas hasta que puedan apreciarse plenamente.

**Los efectos de la Unión Monetaria en la economía**

La dimensión internacional del euro es uno de los ámbitos en los que esta transformación resulta ya bastante apreciable. En el capítulo 5 se examinan cuatro aspectos de la misma: el comercio de bienes y servicios, los flujos de capital, el papel internacional del euro y las relaciones del BCE con terceros países y con instituciones y organismos internacionales. Se analiza la evolución entre los países de la zona del euro (intrazona) y entre la zona del euro en su conjunto y el resto del mundo (extrazona). La evidencia anecdótica y el análisis económico indican que el euro ha promovido los intercambios comerciales, la inversión directa extranjera (IDE) y las inversiones de cartera transfronterizas entre los países de la zona del euro, lo que equivale a decir que la zona del euro invierte en sí misma. Incentivando el comercio entre países de la zona, el euro ha mejorado la competencia dentro de la zona y la convergencia de los precios de bienes y servicios. Paralelamente, el euro ha contribuido a mejorar la eficiencia, tanto en los países originarios como en los destinatarios, mediante la redistribución del capital, especialmente en el sector manufacturero. Además, al promover los flujos de cartera entre los países de la zona del euro, ha favorecido la diversificación de los riesgos de inversión y de consumo. Se espera que esta evolución continúe en el futuro. La dimensión internacional del euro y su utilización como moneda de reserva y como medio de cambio van en aumento. El euro se ha convertido en la segunda moneda internacional después del dólar estadounidense, que tiene mayor alcance a escala mundial.

**La dimensión internacional del euro**

En el decenio transcurrido, el BCE y el SEBC han prestado especial atención al adecuado funcionamiento del sistema financiero. Los bancos centrales están interesados en el sistema financiero y en su estabilidad por dos motivos. En primer lugar, porque para poder desarrollar su principal tarea, es decir, garantizar la estabilidad de precios, el sistema financiero debe funcionar correctamente. Dado que el sistema financiero constituye el primer canal por el que discurre la ejecución de la política monetaria única, su integración, estabilidad y eficiencia resultan esenciales para la transmisión fluida y eficaz de los impulsos de la política monetaria a toda la zona del euro. Asimismo, los bancos centrales son los principales responsables del buen funcionamiento de los sistemas de pago y liquidación, y este objetivo está estrechamente relacionado con la seguridad y la eficiencia del sistema financiero en su conjunto. En segundo lugar, un sistema financiero que funciona bien distribuye con más eficiencia los recursos financieros en el tiempo y en el espacio y, por tanto, es fundamental para lograr un crecimiento económico mayor y más sostenible. Esto constituye un objetivo de política pública importante y los bancos centrales lo respaldan activamente.

**El BCE y el SEBC prestan gran atención al sistema financiero**

La zona del euro posee un carácter multinacional. Desde el principio, uno de los objetivos fundamentales del Eurosistema ha sido mejorar el funcionamiento de sus mercados financieros; es decir, fomentar la integración financiera en Europa. En el capítulo 6 se examinan los avances conseguidos en la integración financiera desde la adopción del euro, los principales factores que la han impulsado y barreras que la han

**El Eurosistema se esfuerza en promover la integración financiera...**

... y en contribuir a la estabilidad financiera

obstaculizado, y la contribución del BCE y del Eurosistema al proceso de integración. En dicho capítulo se destacan los cuatro medios principales a través de los cuales el BCE y el Eurosistema han fomentado dicho proceso de integración: i) ampliando el conocimiento, propugnando una mayor concienciación y realizando un seguimiento de los avances logrados en este proceso; ii) actuando como catalizador de las iniciativas promovidas por el mercado, destinadas a favorecer la integración financiera, por ejemplo, en relación con el establecimiento de la zona única de pagos para el euro (SEPA, en sus siglas en inglés); iii) asesorando sobre el marco legislativo y regulador de la UE en materia de servicios financieros; iv) prestando servicios de banco central, incluido, por ejemplo, el sistema de liquidación bruta en tiempo real de los pagos en euros (TARGET), la gestión transfronteriza de activos de garantía (MCBC) y la iniciativa TARGET2-Valores, que estudia los medios para ofrecer la liquidación de operaciones con valores en dinero de banco central.

El capítulo 7 se centra en otra competencia fundamental del Eurosistema: la salvaguardia de la estabilidad financiera. Esta tarea ha cobrado mayor relevancia en los últimos años, a medida que el sector financiero se ha ido expandiendo de forma significativa con relación a la economía real y, por lo tanto, la importancia económica de la estabilidad financiera ha ido aumentando de manera constante. Si bien la estabilidad de precios es la mejor contribución que, en términos generales, el Eurosistema puede hacer a la estabilidad financiera, también promueve la consecución de este objetivo de dos maneras concretas. En primer lugar, el Eurosistema lleva a cabo determinadas tareas relativas a la estabilidad financiera de la zona del euro. Entre ellas se incluyen su seguimiento y valoración (el BCE publica semestralmente un informe sobre estabilidad financiera, *Financial Stability Review*), además de la realización de operaciones de mercado para hacer frente a perturbaciones financieras de carácter general y suavizar las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro. En segundo lugar, el Eurosistema participa en la definición de las políticas de estabilidad financiera por parte de las autoridades competentes en el ámbito nacional y de la UE, que supone la realización de tres actividades principales: i) prestar apoyo en el seguimiento y valoración de la estabilidad financiera en el ámbito nacional y de la UE; ii) asesorar en materia de regulación y supervisión financieras; iii) contribuir a la gestión de crisis financieras. Adicionalmente, el Eurosistema es directamente responsable de la vigilancia de las infraestructuras de mercado, especialmente de los sistemas de pago, una función que refuerza además la estabilidad del sistema financiero. En el capítulo 7 se describen las responsabilidades del Eurosistema y sus principales logros en el ámbito de la estabilidad y la vigilancia financieras.

Las estadísticas de calidad son esenciales para un análisis detallado

En el capítulo 8 se explica la importancia de unas estadísticas de alta calidad para la zona del euro y la necesidad que tiene el BCE de contar con un amplio conjunto de estadísticas monetarias, financieras y económicas que sean puntuales, fiables y coherentes para desempeñar sus funciones y, en particular, para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios. En este capítulo se revisa también el Índice Armonizado de Precios de Consumo utilizado por el BCE para evaluar la estabilidad de precios. Desde 1999, el volumen de información estadística elaborada por el SEBC casi se ha triplicado. Las estadísticas monetarias, financieras y sobre el sector exterior se han publicado periódicamente cumpliendo unas normas de elevada calidad. Se dispone de forma inmediata de la documentación de referencia que ha contribuido al desarrollo de normas estadísticas internacionales, por ejemplo, relativas a las estadísticas monetarias y financieras. Diversos datos estadísticos elaborados por el BCE se integran actualmente en las cuentas financieras y no financieras trimestrales de la zona del euro. El anexo estadístico que figura al final de esta edición especial presenta algunos datos internacionales comparativos.

La Unión Monetaria en nuestros bolsillos

En el capítulo 9 se tratan diversos aspectos de los billetes en euros y se incluye un breve resumen de su desarrollo en la década de los noventa y su puesta en circulación en el 2002. El capítulo se ocupa no sólo del presente, sino también del futuro, especialmente de la circulación de la moneda y de su gestión. Los billetes constituyen un símbolo tangible del éxito de la UEM y representan un logro significativo si se considera el alcance de la planificación y organización que fueron necesarias para su adopción.

Esta edición especial del Boletín Mensual muestra cómo los resultados obtenidos por el BCE y el Eurosistema durante estos diez años pueden valorarse desde distintos horizontes temporales. Se pueden identificar algunos elementos comunes, que indican retos de cara al futuro:

- El Eurosistema combina un proceso de toma de decisiones centralizado con una ejecución descentralizada, llevada a cabo por los bancos centrales nacionales (BCN), un sistema que puede aplicarse a todas las tareas y actividades que se examinan en esta edición especial. Desde el punto de vista organizativo, existen diversos comités técnicos y grupos de trabajo formados por expertos del BCE y de todos los BCN, que contribuyen a procesar periódicamente una gran cantidad de datos e información procedente de todos los países de la zona del euro, permitiendo poner en común los mejores conocimientos y experiencias de los BCN del Eurosistema. Al mismo tiempo, todos los comités y los grupos de trabajo examinan las cuestiones desde perspectiva del conjunto de la zona del euro. Este marco tiene capacidad para evolucionar y ha permitido afrontar la ampliación con éxito.
- El Eurosistema tuvo unos inicios modestos, condicionados por un conocimiento limitado sobre el posible funcionamiento de la zona del euro cuando se produjese la integración monetaria. Si la ejecución de la política monetaria en un contexto mundial incierto sacudido por perturbaciones representa un reto para cualquier banco central, durante los primeros años de existencia de la zona del euro, este desafío resultó especialmente difícil dada su absoluta novedad, como se expone en el capítulo 3. Este hecho explica las considerables inversiones realizadas desde el principio en herramientas analíticas, en investigación y en estadísticas (capítulos 3, 4, 5, 6 y 8). Se han desarrollado múltiples modelos y otros instrumentos de análisis que se utilizan en la actualidad y son objeto de constante mejora. La mayor parte de estos análisis e información son públicos y pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet y en sus publicaciones, y está sujeta al escrutinio público y a la revisión entre pares.
- La estrategia de política monetaria del BCE se basa en las mejores experiencias de los BCN del Eurosistema, y conjuga este conocimiento con elementos nuevos. En el marco del mandato de salvaguardar la estabilidad de precios conferido por el Tratado, el Consejo de Gobierno definió claramente el objetivo de inflación, lo cual, a su vez, aumenta la transparencia y la obligación de rendir cuentas del BCE. Los análisis económico y monetario —el marco basado en dos pilares— proporcionan dos perspectivas complementarias para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios y, además, sirven para organizar el análisis interno y la comunicación externa. Actualmente, la estrategia es creíble y ampliamente comprendida. La credibilidad ayuda a anclar las expectativas de inflación a largo plazo y a reducir la volatilidad de la inflación. En los capítulos 2, 7 y 9 de esta edición especial se muestra el modo en que el buen funcionamiento de la estrategia de política monetaria ha contribuido a la realización de otras funciones del BCE y del Eurosistema.
- El euro, entendido en un sentido amplio que incluye las fuerzas del mercado, los cambios institucionales y de organización y las iniciativas legislativas, debería ser el catalizador de la integración económica y financiera. Estas transformaciones pueden tardar bastante tiempo en materializarse. Al fin y al cabo, el proceso de integración económica, financiera y monetaria en Europa comenzó en los años cincuenta y ha ido avanzando progresivamente desde entonces. La decisión de adoptar el euro se basó en el firme convencimiento de que los países de la zona estaban preparados para ello y de que la nueva moneda única pondría en marcha procesos beneficiosos que acercarían a esos países. Al mismo tiempo, todavía subsisten algunos retos que se analizan en este Boletín Mensual especial. En algunos países de la zona del euro existe aún una clara diferencia entre la inflación percibida por el público y la efectivamente observada (véase capítulo 3). Además, como se describe en el capítulo 4, sigue habiendo margen para que las economías de la zona del euro aumenten su flexibilidad y su

**Los comités adoptan la perspectiva del conjunto de la zona del euro**

**El conocimiento sobre el posible funcionamiento de la zona del euro era limitado**

**Una zona geográfica de estabilidad de precios más amplia**

**El euro como catalizador de la integración**

capacidad de resistencia a las perturbaciones externas. Por otro lado, la integración «regional» europea avanza paralelamente a la globalización, un proceso que está teniendo efectos generalizados y de gran alcance (véanse capítulos 5 y 6). En consecuencia, será necesario que la zona del euro siga evolucionando en el contexto de esta combinación de presiones.

- La creciente interconexión sin precedentes dentro de la zona del euro está modificando nuestra opinión sobre la Unión Económica y Monetaria. El euro es también un símbolo importante de identidad para Europa.

Actualmente, 320 millones de ciudadanos de la zona del euro utilizan la moneda única que, además, tiene una circulación en el ámbito internacional mayor que las monedas a las que sustituyó y, como se señala en el capítulo 5, su uso en los mercados financieros internacionales es creciente. En esta edición del décimo aniversario se muestran varios beneficios que ya ha generado el euro, como la estabilidad de precios y el reducido nivel de los tipos de interés. Estos beneficios están favoreciendo la evolución positiva de otros factores, que se está produciendo de forma gradual y constante, como el aumento del comercio de bienes y servicios y una mayor integración financiera que, a su vez, impulsa la profundización y la modernización financieras. Asimismo, se ha alcanzado un grado significativo de capacidad de resistencia en un contexto internacional complejo. Consideramos que estos logros proporcionan una buena base para afrontar los retos presentes y futuros de la zona del euro, y, además, contribuyen a la adaptación de las economías nacionales. El capítulo 10 contiene algunas conclusiones. En el cuadro que aparece a continuación figuran algunos de los principales acontecimientos institucionales de la historia del Eurosistema.

#### Principales acontecimientos institucionales en la historia del Eurosistema, 1998-2008

1998		
Mayo	El Consejo Europeo considera que once países reúnen los criterios de convergencia y pueden adoptar el euro (tercera fase de la UEM).	Véase prólogo
Junio	Se crean el BCE y el SEBC.	Véase contexto histórico
Septiembre	El presidente del BCE comparece por primera vez ante el Parlamento Europeo.	Véase capítulo 2
Octubre	El presidente del BCE participa por primera vez en una reunión del G-7.	
Octubre	Anuncio de la estrategia de política monetaria.	Véase capítulo 3.1
Noviembre	El Consejo de la UE adopta el reglamento sobre la recopilación de información estadística por el BCE.	Véase capítulo 8
Diciembre	Anuncio del valor de referencia cuantitativo para el crecimiento monetario.	
Diciembre	El Fondo Monetario Internacional (FMI) concede al BCE el estatus de observador.	
Diciembre	Fijación de los tipos de conversión irrevocables.	Véase contexto histórico
1999		
Enero	Adopción del euro fiduciario. Se establece una política monetaria única para la zona del euro.	Véase capítulo 2
Enero	Establecimiento del MTC II, con Dinamarca y Grecia como miembros iniciales.	Véase capítulo 2
Abril	Acuerdo del Eurosistema sobre la provisión urgente de liquidez.	Véase capítulo 7
Julio	Comienza la producción de billetes en euros en varias fábricas de billetes.	Véase capítulo 9
Noviembre	El BCE se convierte en miembro del Banco de Pagos Internacionales (BPI).	
2000		
Marzo	El Consejo Europeo adopta la Estrategia de Lisboa.	Véase capítulo 2
2001		
Enero	Incorporación de Grecia a la zona del euro.	Véase capítulo 2
Abril	Se adopta en el ámbito de la UE el Convenio de Cooperación entre las autoridades responsables de la vigilancia de los sistemas de pago y de la supervisión bancaria.	Véase capítulo 7
Agosto	Se dan a conocer al público los billetes en euros.	Véase capítulo 9
Septiembre	Comienza la distribución anticipada de billetes y monedas en euros.	Véase capítulo 9

## Principales acontecimientos institucionales en la historia del Eurosistema, 1998-2008

2002		
Enero	Puesta en circulación del euro: a finales de febrero del 2002 los billetes y monedas en euros son los únicos que tienen curso legal en todos los países de la zona del euro.	Véase capítulo 9
Noviembre	Se publica por primera vez el informe del BCE sobre la estructura del sector bancario en la UE.	Véase capítulo 7
2003		
Febrero	Se publica por primera vez el informe del BCE sobre la estabilidad del sector bancario en la UE.	Véase capítulo 7
Marzo	Se adopta en el ámbito de la UE el Convenio de Cooperación entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales para situaciones de crisis financieras.	Véase capítulo 7
Marzo	Convenio de Cooperación en el que se establecen las responsabilidades respectivas en materia de estadísticas económicas y financieras en el ámbito de la Comunidad entre el BCE y Eurostat.	Véase capítulo 8
Mayo	Se precisa la estrategia de política monetaria del BCE.	Véase capítulo 3.1
2004		
Marzo	Modificación del marco operativo.	Véase capítulo 3.3
Mayo	Los bancos centrales nacionales de los diez nuevos Estados miembros de la UE se incorporan al SEBC.	Véase capítulo 2
Junio	Las monedas de Estonia, Lituania y Eslovenia entran en el MTC II.	Véase capítulo 2
Diciembre	Se publica por primera vez el informe del BCE titulado «Financial Stability Review».	Véase capítulo 7
2005		
Marzo/Abril	Reactivación de la Estrategia de Lisboa como resultado de su revisión por parte del grupo de alto nivel presidido por Wim Kok.	Véase capítulo 2
Marzo/Junio	Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.	Véase capítulo 2
Mayo	Se adopta en el ámbito de la UE el Convenio de Cooperación entre las autoridades supervisoras, los bancos centrales y los ministros de Economía y Finanzas para situaciones de crisis financieras.	Véase capítulo 7
Mayo	Las monedas de Chipre, Letonia y Malta entran en el MTC II.	Véase capítulo 2
Agosto	El Eurosistema publica su contribución a la consulta de la Comisión sobre la política para los servicios financieros en la UE (2005-2010).	Véase capítulo 7
Septiembre	El BCE publica por primera vez los indicadores sobre la integración financiera en la zona del euro.	Véase capítulo 6
Noviembre	La corona eslovaca entra en el MTC II.	
2006		
Julio	Puesta en marcha de la iniciativa TARGET2-Valores.	Véase capítulo 6
2007		
Enero	Incorporación de Eslovenia a la zona del euro.	Véase capítulo 2
Enero	Los bancos centrales de Bulgaria y Rumanía se incorporan al SEBC.	Véase capítulo 2
Marzo	Se publica por primera vez el informe del BCE sobre la integración financiera en Europa.	Véase capítulo 6
Mayo	Publicación del Compromiso público en relación con la función estadística del SEBC.	Véase capítulo 8
Junio	El BCE y Eurostat publican por primera vez conjuntamente las cuentas económicas y financieras trimestrales integradas por sectores institucionales de la zona del euro.	Véase capítulo 8
Noviembre	El Eurosistema publica su contribución a la revisión del marco Lamfalussy para la regulación y supervisión financieras.	Véase capítulo 7
Diciembre	Firma del Tratado de Lisboa.	Véase capítulo 2
2008		
Enero	Malta y Chipre se incorporan a la zona del euro.	Véase capítulo 2
Abril	Publicación del «ECB Statistics Quality Framework».	Véase capítulo 8
Abril	Acuerdo en el ámbito de la UE sobre un nuevo Convenio de Cooperación entre las autoridades supervisoras, los bancos centrales y los ministros de Economía y Finanzas para situaciones de crisis financieras.	Véase capítulo 7

**Consejo de Gobierno  
en junio de 1998:**

**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**

Luis Ángel Rojo,  
Alfons Verplaetse,  
Antonio Fazio,  
Yves Mersch,  
Antonio José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Jean-Claude Trichet,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**

Eugenio Domingo Solans,  
Otmar Issing, Christian Noyer,  
Willen F. Duisenberg,  
Sirikka Hamäläinen,  
Tommaso Padoa-Schioppa



**Consejo de Gobierno  
en junio del 2008:**

**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Fila intermedia  
(de izquierda a derecha):**

John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Michael C. Bonello

**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**

Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanide



Vítor Constâncio, Mario Draghi y Guy Quaden no estaban presentes cuando se hizo la fotografía.



**Consejo General  
en junio de 1998:**

**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**  
Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,  
Urban Bäckström,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Lucas D. Papademos,  
Edward A. J. George,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**  
Alfons Verplaetse, Yves Mersch,  
Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Jean-Claude Trichet



**Consejo General  
en junio del 2008:**

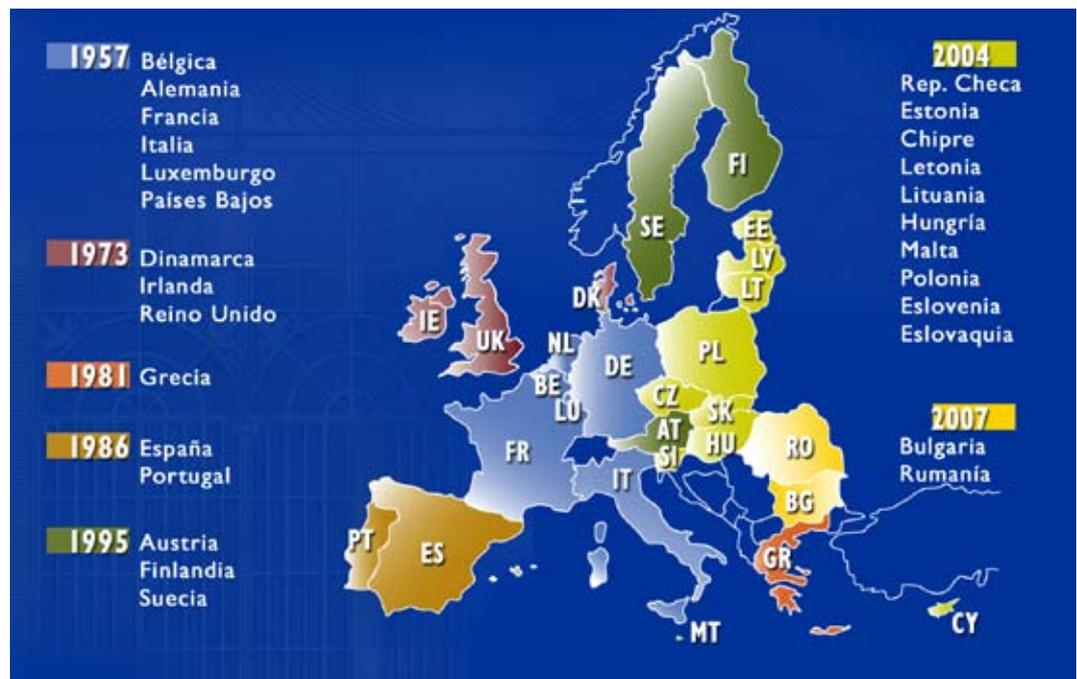
**Fila posterior  
(de izquierda a derecha):**  
Erkki Liikanen, András Simor,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Axel A. Weber,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Nout Wellink, Andres Lipstok

**Fila intermedia  
(de izquierda a derecha):**  
John Hurley, Nils Bernstein,  
Christian Noyer,  
Ilmārs Rimšēvičs,  
Zdeněk Tůma,  
Stefan Ingves, Marko Kranjec,  
Mugur Constantin Ișărescu

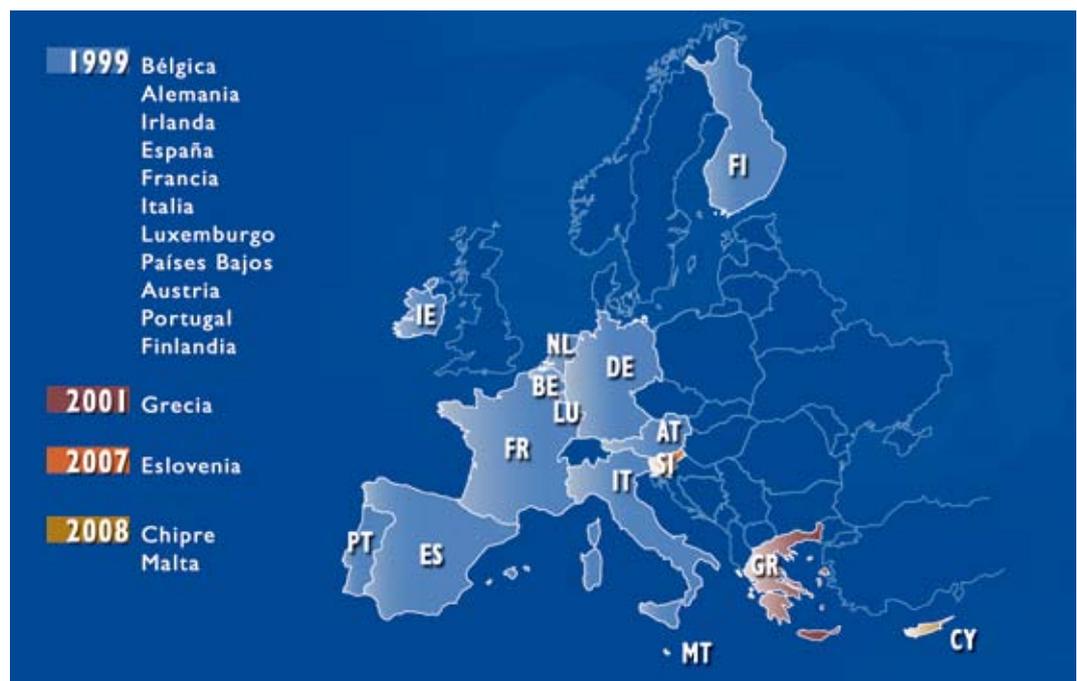
**Fila anterior  
(de izquierda a derecha):**  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Michael C. Bonello,  
Athanasios Orphanides,  
Yves Mersch

Vitor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden y Slawonir Skrzypek no estaban presentes cuando se hizo la fotografía.

## LA AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA



## LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO 1999-2008





## 2 MARCO INSTITUCIONAL Y FUNCIONAMIENTO DE LA ZONA DEL EURO

*En la zona del euro, las políticas macroeconómicas se aplican conforme a un reparto de responsabilidades claramente definido. La competencia en materia de política monetaria se ha asignado a una institución supranacional, el BCE, mientras que las políticas económicas permanecen en gran medida en manos de los Estados miembros, aunque sujetas a procedimientos de coordinación. El Tratado de Maastricht dotó al BCE y al Eurosistema de la independencia necesaria para ejecutar la política monetaria única y para cumplir sus restantes funciones y, al mismo tiempo, impuso al BCE una serie de exigencias de información a los ciudadanos y a sus representantes elegidos en el Parlamento Europeo. El BCE participa asimismo en una serie de reuniones de ámbito europeo e intercambia opiniones periódicamente con las instituciones comunitarias.*

*La primera década de la UEM ha mostrado que este marco institucional sin precedentes, del que forma parte el BCE, se apoya en fundamentos sólidos, y así lo reconoce también el Tratado de Lisboa, que lo ha mantenido esencialmente inalterado. Sin embargo, quedan importantes retos por superar: en particular, los responsables de las políticas nacionales deberían estar a la altura de sus respectivas responsabilidades en el marco actual, lo cual contribuiría a mejorar adicionalmente los resultados macroeconómicos de la zona del euro.*

*Este capítulo está estructurado de la manera siguiente: la sección 2.1 examina brevemente el marco institucional de la zona del euro y una serie de cambios que se han producido a lo largo de la presente década, la sección 2.2 se ocupa de la interacción del BCE con otras instituciones y organismos comunitarios y la sección 2.3 enumera las fases del procedimiento de ampliación de la UE y la zona del euro.*

### 2.1 MARCO INSTITUCIONAL

El marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) introducido por el Tratado de Maastricht establece un claro reparto de responsabilidades entre las autoridades comunitarias y nacionales. Como consecuencia de la adopción de la moneda única, la competencia en materia de política monetaria de la zona del euro se ha transferido al plano comunitario. Para cumplir su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios, se ha otorgado al Eurosistema un alto grado de independencia frente a influencias de carácter político. Por el contrario, las políticas económicas (por ejemplo, las fiscales o las estructurales) permanecen en gran medida en manos de los Estados miembros, en el seno de un marco europeo destinado a garantizar la disciplina. El principal motivo de esta dicotomía es que, mientras que la política monetaria de una unión monetaria es indivisible por naturaleza, las políticas económicas han de tener en cuenta las características y los marcos institucionales nacionales y, por consiguiente, su ejecución puede resultar más eficiente si se realiza a nivel nacional. Por otra parte, dejar las políticas económicas fundamentalmente en manos de los Gobiernos nacionales también permite cierto grado de competencia en este campo para aumentar la eficiencia de las políticas y promover las buenas prácticas<sup>1</sup>.

Paralelamente, la moneda única está fomentando una mayor integración económica de las economías nacionales, lo cual, a su vez, está incrementando su interdependencia (en particular, los intercambios comerciales y los flujos de capital han aumentado en los diez últimos años, véase el capítulo 5). Si las respuestas políticas son excesivamente descentralizadas y descoordinadas, pueden resultar contraproducentes, al no tener en cuenta la creciente interdependencia. En particular, la autonomía en la adopción de decisiones probablemente se mostrará menos efectiva para hacer frente a las perturbaciones econó-

**Claro reparto  
de responsabilidades**

<sup>1</sup> Para una descripción más detallada del marco actual, véase el artículo titulado «El marco de política económica de la UEM», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2001.

Tres modelos de formulación de políticas

El marco institucional del banco central es sólido

Hacia la independencia del banco central: una tendencia mundial

Argumentos en los que se apoya la independencia del banco central

micas comunes, que afectan a la totalidad o a la mayor parte de los países de formas bastante similares. Asimismo, los Estados miembros deben tener presentes los posibles efectos de contagio (es decir, que las decisiones adoptadas en un país podrían afectar a los restantes) y sus políticas económicas han de orientarse hacia la estabilidad para garantizar su compatibilidad con el objetivo principal de la política monetaria única. Todo ello es tanto más necesario cuanto que los países miembros de la zona del euro ya no disponen del control de sus políticas monetaria y cambiaria y, en consecuencia, están obligados a recurrir a otras políticas para fomentar la competitividad y realizar ajustes en caso de perturbaciones. Estas consideraciones son otros tantos argumentos a favor de la coordinación en el ámbito de las políticas económicas, que puede efectuarse bien sometiendo las políticas a un enfoque normativo, mediante leyes y procedimientos «rigurosos» o bien adoptando un enfoque «laxo», basado en el apoyo y vigilancia multilaterales entre Estados miembros y en el diálogo a nivel comunitario.

El Tratado prevé tres modelos de formulación de políticas en los diversos ámbitos de la UEM: i) plena transferencia de la competencia en materia de política monetaria a las autoridades comunitarias; ii) coordinación normativa de las políticas fiscales; iii) coordinación «laxa» de las restantes políticas económicas. Las secciones siguientes se ocupan sucesivamente de cada uno de estos ámbitos de políticas.

La principal conclusión de este capítulo es que el marco institucional de la zona del euro ha proporcionado un contexto adecuado para el funcionamiento de la UEM durante sus diez primeros años. El reciente Tratado de Lisboa ha mantenido el sistema institucional de la UEM esencialmente inalterado, reconociendo así que el marco es adecuado<sup>2</sup>.

## NIVEL COMUNITARIO

### Independencia del banco central, rendición de cuentas y transparencia

Tanto la teoría económica como diversos ejemplos históricos de décadas pasadas constituyen firmes evidencias de que la independencia del banco central es un requisito indispensable para alcanzar y mantener la estabilidad de precios. En este contexto, la independencia pluridimensional del BCE queda establecida legítimamente en el Tratado.

Durante las últimas décadas, la evolución de los marcos de política monetaria de todo el mundo se ha caracterizado por una tendencia general a la independencia del banco central, un concepto que, según analizamos más adelante, tiene múltiples facetas. El aumento de los poderes y la autonomía exige legitimidad democrática, que implica un alto grado de transparencia en la ejecución de la política monetaria y una comunicación exhaustiva con el público. Esta evolución general se ha derivado del radical cambio de opinión que se produjo entre los economistas en los años setenta, cuando reconocieron la influencia fundamental de las expectativas en el comportamiento económico.

La independencia del banco central, es decir, su aislamiento de toda influencia política por lo que respecta a la ejecución de la política monetaria, garantiza que dicha política se centre en la estabilidad de precios y, en consecuencia, facilita el anclaje de la inflación y las expectativas de inflación en niveles reducidos. Tras el periodo de elevadas tasas de inflación de los años setenta, se planteó la cuestión de por qué los bancos centrales habían permitido que la inflación se descontrolara y cómo podría prevenirse una situación similar en el futuro. Una de las principales explicaciones que se dieron fue que los bancos centrales habían perdido el control de la inflación debido a su falta de independencia.

2 El Tratado de Lisboa, firmado por los Jefes de Estado o de Gobierno de la UE el 13 de diciembre de 2007, modifica el Tratado de la Unión Europea y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y tiene por objeto lograr un funcionamiento más democrático, más transparente y más eficaz de una Unión Europea ampliada. Su entrada en vigor está prevista para el 2009, una vez haya sido ratificado por todos los Estados miembros.

A falta de ella, no es posible orientar de forma creíble la política monetaria hacia la estabilidad de precios, ya que en cualquier momento ésta puede quedar expuesta a preferencias políticas de impulsar el producto a corto plazo a costa de un aumento de la inflación a plazo más largo. Sin embargo, el público entenderá el problema y esperará que la inflación suba desde el principio, por lo que no percibirá el impulso a corto plazo imprimido al producto a costa de la inflación, y el único resultado seguro será el incremento constante de esta última. La única forma de resolver este dilema es delegar la política monetaria en un banco central independiente con un mandato claro de preservar la estabilidad de precios.

Los argumentos económicos en los que se basa la independencia del banco central tienen que traducirse en un marco jurídico omnicompreensivo y detallado. Para garantizar la necesaria autonomía del BCE/SEBC, el Tratado contempla las dimensiones de independencia de la política monetaria que se exponen a continuación.

La independencia institucional del BCE frente a cualquier interferencia, incluidas las procedentes de los Gobiernos, queda garantizada por el artículo 108 del Tratado, que establece de forma explícita que, en el ejercicio de sus facultades, ni el BCE 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. El Tratado dispone asimismo que 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. Como complemento a su independencia institucional, el BCE dispone de sus propias competencias legislativas y desempeña funciones consultivas respecto de cualquier proyecto de disposición legal, tanto nacional como comunitaria, que entre en su ámbito de competencias.

La independencia del BCE consta de cuatro dimensiones

Las disposiciones del Tratado garantizan que el BCE disponga de todas las competencias y facultades necesarias para cumplir su mandato, concediéndole así la independencia funcional. Por ejemplo, el BCE tiene competencia exclusiva sobre la política monetaria de la zona del euro y ejerce, asimismo, el pleno control de la base monetaria, garantizado por su monopolio de la emisión de billetes y por la exigencia de que todas las emisiones de monedas por parte de los Estados miembros se sometan a su autorización. Por otro lado, el artículo 101 del Tratado prohíbe al Eurosistema conceder crédito al sector público, protegiéndolo así de cualquier presión para que otorgue financiación monetaria de la deuda pública.

La independencia personal proporciona a los miembros del Consejo de Gobierno la seguridad en el cargo necesaria y contribuye a evitar conflictos de intereses. A este respecto, los Estatutos del SEBC y del BCE salvaguardan la independencia personal de los órganos rectores del BCE estableciendo mandatos de duración determinada no renovables relativamente prolongados para sus miembros y descartando la posibilidad de cese por motivos relacionados con las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado. Una de las principales consideraciones en este sentido es garantizar que los responsables de los bancos centrales tengan mandatos notablemente más largos que los de los políticos, de modo que puedan ocuparse de horizontes temporales más prolongados y centrarse en factores a medio plazo, mientras que los políticos tienen objetivos a corto plazo, acordes con los ciclos electorales.

Por último, la independencia financiera, entendida como la autonomía del banco central sobre sus recursos financieros y sus ingresos, es importante porque capacita al banco central para ejercer sus funciones con eficacia. En la UEM, el BCE dispone de su propio presupuesto, independiente del de la UE, y los bancos centrales nacionales del Eurosistema son los únicos suscriptores y accionistas del capital del BCE, lo cual garantiza su independencia financiera.

En el Tratado de Lisboa el BCE figura específicamente como una de las instituciones de la Unión Europea. Esta variación en el estatus jurídico del BCE no tiene ninguna consecuencia material sobre su posición en el seno del marco institucional de la UE, dado que el Tratado de Lisboa no modifica ninguna de las principales características institucionales del BCE, como su objetivo y sus funciones principales, su facultad para adoptar actos jurídicos y su personalidad jurídica e independencia.

La amplia independencia que el Tratado y los Estatutos otorgan al BCE ha de recibir la legitimación adecuada para resultar acorde con los fundamentos democráticos de la sociedad europea y exige, por tanto, la rendición de cuentas ante los ciudadanos y sus representantes democráticamente elegidos. La legitimidad democrática de los bancos centrales independientes está regulada de forma diferente en cada sistema democrático y sus mandatos también pueden variar en función del número de objetivos que se les asignen.

Por lo que se refiere a la legitimidad democrática del BCE/SEBC, cabe destacar tres elementos. En primer lugar, la ratificación del Tratado y las modificaciones de los estatutos de los bancos centrales nacionales por medio de las legislaciones nacionales constituye una fuente primordial de legitimidad democrática. En segundo lugar, el nombramiento de los miembros del Consejo de Gobierno, incluidos los integrantes del Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales nacionales, por parte de las instituciones democráticas es otro elemento significativo. Por último, el BCE está obligado a rendir cuentas de sus políticas.

En cuanto a la rendición de cuentas, el BCE ha de explicar los medios empleados en el cumplimiento de su mandato a los ciudadanos y a sus representantes en el Parlamento. En particular, el BCE tiene la obligación de presentar un informe anual sobre su política monetaria y sus restantes actividades al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y al Consejo Europeo (para más información sobre dichos órganos, véase más adelante la sección 2.2). El BCE ha de presentar este informe ante el Parlamento Europeo y el Consejo. Asimismo, el presidente del BCE y los demás miembros del Consejo Ejecutivo pueden comparecer ante las comisiones competentes del Parlamento Europeo, bien a iniciativa propia o del Parlamento (las obligaciones de rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento Europeo se explican en la sección 2.2).

La rendición de cuentas se facilita si el banco central tiene un mandato claro que cumplir. En la UE, el Tratado asigna al BCE/SEBC el claro objetivo principal de mantener la estabilidad de precios. Por el contrario, si el banco central tuviera que trabajar en pos de varios objetivos al mismo tiempo, sería más difícil exigirle responsabilidades respecto del cumplimiento de su mandato. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE ha establecido una definición cuantitativa del objetivo que alcanzar y una estrategia adecuada y comprensible que aplicar, lo cual limita la discrecionalidad de las decisiones y la influencia personal en el proceso de adopción de las mismas.

La coincidencia en el tiempo durante las dos últimas décadas de la disminución de la inflación en todo el mundo y del éxito del anclaje de las expectativas de inflación con una tendencia mundial a la independencia del banco central constituye una evidencia sólida de que dicha independencia es un requisito imprescindible para alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Esta opinión también viene respaldada por datos empíricos: gran número de estudios han mostrado que, en todos los países, el aumento de la independencia del banco central va asociado a la disminución de la tasa media de inflación<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Para un breve análisis de la evidencia y una nueva evaluación, véase P. Moutot, A. Jung y F. Mongelli (2008), «The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making», Anexo 1, Occasional Paper n.º 79, BCE.

## POLÍTICA MONETARIA

El Tratado de Maastricht confiere la responsabilidad sobre la política monetaria única al BCE y le asigna un objetivo principal, el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, la política monetaria apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad. Estas disposiciones se basan en el principio —fundado en datos empíricos e investigaciones académicas y respaldado por un amplio consenso público— de que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede aportar a la consecución de los objetivos de la política económica de la Comunidad, tales como un alto nivel de empleo y un crecimiento sostenible y no inflacionista. En el capítulo 3 se exponen las principales características del marco de política monetaria y de su aplicación. La experiencia de los diez últimos años ha confirmado la solidez y la fortaleza de este enfoque, como refleja el capítulo 4, que se ocupa de los resultados macroeconómicos de la zona del euro.

En la zona del euro, las decisiones de política monetaria son adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE, compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países que forman parte de la zona del euro, conforme al principio de «una persona, un voto». En cuanto a las operaciones a través de las cuales se ejecutan las decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno las efectúa, siempre y cuando resulta posible y apropiado, a través de los bancos centrales nacionales, de acuerdo con el principio de descentralización operativa<sup>4</sup> (por ejemplo, aunque es el BCE el que fija de forma centralizada el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación semanales, son los bancos centrales nacionales los que llevan a cabo las subastas entre sus entidades de contrapartida en el mercado).

Para el euro se ha adoptado un régimen de tipo de cambio flexible, lo cual significa que el valor exterior del euro —como el de otras monedas importantes, como el dólar estadounidense— se determina en los mercados. El tipo de cambio no es un instrumento de la política económica. De hecho, no hubiera tenido mucho sentido crear el euro para a continuación someter su política monetaria a requisitos externos y no internos. La estabilidad de precios es un objetivo tanto de la política monetaria como de la cambiaria, por consiguiente, no existe ningún objetivo relativo al tipo de cambio. Al ejecutar su política monetaria, el BCE tiene en cuenta el tipo de cambio en la medida en que afecta a la situación económica y a las perspectivas para la estabilidad de precios.

## NIVEL NACIONAL

### Política fiscal

La disciplina fiscal es necesaria para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria, puesto que la aplicación de políticas fiscales inadecuadas podría crear expectativas o generar presiones políticas para que el banco central permita un nivel más alto de inflación a fin de aliviar la deuda pública o para que mantenga los tipos de interés en niveles bajos. En consecuencia, el Tratado contiene diversas disposiciones para evitar dichos riesgos. En el capítulo 4 se analizan con mayor detalle las políticas fiscales y sus resultados.

En primer lugar, el Tratado prohíbe explícitamente el recurso a los bancos centrales para la financiación de los déficit públicos y el acceso privilegiado del sector público a las entidades financieras. Asimismo, la cláusula de no corresponsabilidad financiera del Tratado dispone que ni la Comunidad ni ningún Estado miembro responderán de los compromisos adquiridos por otro Estado miembro.

<sup>4</sup> Para un análisis del principio de descentralización y de sus diferencias con el principio de subsidiariedad, véanse Zilioli, «ESZB-Satzung, Artikel 12», en Von der Groeben y Schwarze (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union*, 2003, 6.ª edición, pp. 427-428, y Zilioli y Selmayr, *The Law of the ECB*, Hart publishing, 2001, pp. 70-71.

El Consejo de Gobierno del BCE establece la política monetaria

Régimen de tipo de cambio flexible para el euro

Se necesitan políticas fiscales adecuadas

Por otra parte, en el Tratado se establece la obligación de los Estados miembros de evitar déficit excesivos. Los Estados miembros cuyos valores de déficit presupuestario y de deuda pública sobrepasen los límites definidos en el Protocolo aplicable en caso de déficit excesivo anexo al Tratado están sujetos a la aplicación de un procedimiento que puede suponer la imposición de sanciones financieras.

La adopción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>5</sup> (PEC) en 1997 representó una mejora significativa del marco fiscal. La vertiente preventiva del PEC introduce un procedimiento más específico de vigilancia multilateral, conforme al que los miembros de la zona del euro presentan un programa de estabilidad, y los países no pertenecientes a la zona del euro, un programa de convergencia. Estos programas anuales contienen un resumen de la evolución económica y presupuestaria del país en cuestión, un objetivo a medio plazo para la política fiscal y las medidas adoptadas para cumplir dicho objetivo. El Consejo también puede formular una advertencia anticipada. La vertiente correctora del PEC ha simplificado las fases y el calendario del procedimiento de déficit excesivo.

En lo que se refiere a la vertiente correctora, la reforma del PEC del 2005, introdujo una mayor flexibilidad en los procedimientos. En particular, se ampliaron el uso de la facultad discrecional en la determinación del déficit excesivo y la duración de los plazos del procedimiento. En cuanto a la vertiente preventiva, la reforma del PEC introdujo también un mayor grado de las facultades discrecionales en relación con la fijación del objetivo a medio plazo y de los progresos realizados para alcanzarlo. Muchos observadores, entre ellos el BCE, expresaron su preocupación de que dichas modificaciones pudieran debilitar la confianza en el marco fiscal y en la sostenibilidad de las finanzas públicas de los países de la zona del euro y, sobre todo, añadirles complejidad y restarles transparencia.

### Políticas estructurales

De acuerdo con lo dispuesto en el Tratado, los Estados miembros considerarán sus políticas económicas «como una cuestión de interés común». Las Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE) son el pilar básico de este marco. El Tratado también establece un marco de vigilancia multilateral para las políticas de empleo, incluyendo la adopción de las Directrices para el Empleo. Sin embargo, aunque el Consejo podría dirigir recomendaciones a los Estados miembros que incumplan las OGPE, el Tratado no contiene mecanismos ejecutivos ni sancionadores.

Las políticas estructurales constituyen una parte importante de la coordinación de las políticas económicas y para llevarla a cabo se aplican criterios «laxos» basados fundamentalmente en la presión o el apoyo multilateral. Como se expone en el capítulo 4, la existencia de mercados con un alto grado de flexibilidad y competitividad es necesaria para el buen funcionamiento de la UEM, puesto que los países ya no pueden recurrir a los mecanismos de ajuste anteriores a la UEM (por ejemplo, la devaluación de su moneda) para recuperar su competitividad. Las políticas económicas orientadas al lado de la oferta de la economía han de tener en cuenta las condiciones específicas de cada país y, por tanto, sólo es factible una coordinación «laxa» de las políticas específicas de los distintos países.

En marzo del 2000, el Consejo Europeo de Lisboa redefinió su línea de actuación mediante la adopción de la llamada «Estrategia de Lisboa», en la que se estableció un ambicioso programa de reformas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento de la Unión Europea. La estrategia introdujo dos novedades de carácter institucional: i) las «reuniones de primavera» en las que se solicita al Consejo Europeo que comunique impulso y dirección a las políticas económicas y a las reformas estructurales;

5 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptado en junio de 1997, consta de una Resolución y dos Reglamentos del Consejo Europeo, el Reglamento (CE) n° 1466/97 y el Reglamento (CE) n° 1467/97. Véase también J. Stark, (2001), «The genesis of a pact», en: A. Brunila, M. Buti y D. Franco (eds.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*, Basingstoke, Palgrave.

y ii) un nuevo «método abierto de coordinación» (una nueva forma de gobernanza para la UE) como una vía para mejorar la cooperación mediante la formulación de «buenas prácticas».

No obstante, cinco años después, los resultados de la Estrategia de Lisboa eran muy heterogéneos. A raíz de una reforma llevada a cabo por un grupo de trabajo de alto nivel presidido por Wim Kok, antiguo primer ministro de los Países Bajos, el Consejo Europeo de la primavera del 2005 acordó una reforma sustancial de la Estrategia de Lisboa. En particular, se orientó principalmente hacia el crecimiento y el empleo, y se simplificaron sus mecanismos de gobernanza con el fin de incrementar la autonomía nacional en lo referido a las reformas estructurales y, por tanto, la legitimidad política del proceso en su conjunto.

En la misma reunión del Consejo Europeo, se acordó también refundir las OGPE y las Directrices para el Empleo en un cuerpo único, las Directrices Integradas, con la finalidad de reforzar su coherencia. Se han adoptado para un período de tres años, con reformas anuales si procede. Asimismo el gran número de informes requeridos anteriormente se sustituyeron por los programas nacionales de reforma, que permiten realizar una evaluación anual del progreso logrado.

Teniendo en cuenta el gran tamaño de la zona del euro, no es sorprendente que existan divergencias en el comportamiento de la economía de sus miembros (en la sección 3 del capítulo 4 se describen las diferencias en el comportamiento macroeconómico entre los países de la zona del euro). En otras zonas monetarias de gran tamaño, como Estados Unidos, se observan diferencias similares. No obstante, el hecho de que en la zona del euro las divergencias económicas tiendan a ser persistentes es una indicación de que sus economías no son lo suficientemente flexibles. Por lo tanto, resulta esencial que los gobiernos mantengan su compromiso con los objetivos de la Estrategia de Lisboa a fin de obtener los beneficios de la UEM.

## 2.2 LA INTERACCIÓN DEL BCE CON OTROS ORGANISMOS E INSTITUCIONES COMUNITARIAS

El marco institucional de la UEM que acabamos de describir reclama una interacción más intensa entre las instituciones comunitarias o supranacionales. Esta sección complementa la exposición anterior relativa a los principios generales sobre los que se articula el marco de la UEM. En particular, nos centramos aquí en la interacción del BCE con las principales instituciones comunitarias<sup>6</sup>.

### RELACIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

Como ya se ha mencionado, en el ejercicio de su independencia, el BCE aplica criterios de transparencia en su comunicación con el público y tiene la obligación de dar cuentas detalladas de su actuación, en particular, frente al Parlamento Europeo. En este contexto, el presidente del BCE y los demás miembros del Comité Ejecutivo pueden ser oídos por los comités competentes del Parlamento Europeo, bien a iniciativa propia o del Parlamento. En la práctica, el presidente del BCE comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios cada tres meses. El Informe Anual del BCE se presenta ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y ante el pleno del Parlamento Europeo.

Además, aparte de lo dispuesto en el Tratado, existen otros contactos entre el BCE y el Parlamento Europeo, como visitas informales. El BCE también se ha comprometido a contestar a las preguntas

El BCE tiene  
la obligación de rendir  
cuentas ante  
el Parlamento Europeo

<sup>6</sup> Nótese que el gráfico que aparece en la página siguiente sólo ilustra las interacciones entre el BCE y las restantes instituciones y foros comunitarios, no las que existen entre estos últimos. Para un análisis más exhaustivo, véase también el artículo titulado «Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2000.



En el seno del Eurogrupo tiene lugar un debate franco y abierto entre los principales responsables de las políticas de la zona del euro. Estas discusiones permiten al BCE obtener información de primera mano y explicar sus decisiones.

La importancia del Eurogrupo ha crecido en los diez últimos años, lo que queda reflejado en el elenco de materias que trata en sus reuniones, que se ha ampliado con el paso del tiempo. Aunque en un principio se ceñía principalmente a la política fiscal, actualmente aborda cuestiones relacionadas con las reformas estructurales, la competitividad de los distintos países de la zona del euro y la evolución de la estabilidad financiera y del tipo de cambio. El papel informal del Eurogrupo está ahora recogido en un Protocolo anexo al nuevo Tratado de Lisboa, que establece el objetivo de «establecer una coordinación cada vez más estrecha de las políticas económicas en la zona del euro».

## RELACIONES CON LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión Europea tiene un papel importante en el marco institucional de la UEM. En particular, la Comisión tiene el derecho de iniciativa para proponer legislación comunitaria que será adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo. También desempeña una función clave en lo que respecta al seguimiento de la aplicación de las decisiones y los acuerdos adoptados a escala europea. El BCE mantiene contactos regulares con la Comisión e intercambia puntos de vista con sus representantes en el contexto de reuniones celebradas a nivel europeo. Asimismo, el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios puede participar en las reuniones del Consejo de Gobierno sin derecho de voto. Aparte de estos contactos de naturaleza formal, el BCE ha establecido una serie de contactos de trabajo informales con los servicios de la Comisión.

## 2.3 LOS PROCESOS DE AMPLIACIÓN

### LA AMPLIACIÓN DE LA UE

Los diez primeros años del euro han coincidido con una expansión sin precedentes de la Unión Europea. El 1 de mayo de 2004 se integraron diez nuevos países y el 1 de enero de 2007 se unieron otros dos. En muchos aspectos, esta ampliación ha sido la más numerosa y completa de la historia de la Unión Europea. El número de países pasó de quince a veintisiete y la población creció de alrededor de 100 millones de habitantes hasta casi 500 millones. Al mismo tiempo, el impacto económico de este crecimiento ha sido, a grandes rasgos, relativamente pequeño. El PIB total se ha incrementado en menos de un 10%, puesto que la renta per cápita de la mayoría de los nuevos miembros era, en el momento de la adhesión, significativamente menor que la de la media de la UE.

Se espera que la ampliación continúe en los próximos años, aunque a un ritmo inferior. Se ha concedido a tres países el estatus de país candidato: Turquía en 1999, Croacia en el 2004 y la Antigua República Yugoslava de Macedonia en el 2005. Todos los demás países de la región occidental de los Balcanes son posibles países candidatos y existe la perspectiva de que en el futuro entren a formar parte de la UE.

Dado que se espera que todos los nuevos Estados miembros adopten el euro en el futuro, el Eurosistema ha seguido y continúa vigilando de cerca la expansión de la UE. El Consejo General del BCE evalúa periódicamente la evolución económica, financiera y monetaria de los países candidatos y de los posibles países candidatos. El Eurosistema también ha establecido un diálogo fluido con los bancos centrales de los países que se están preparando para integrarse en la UE. En particular, con anterioridad a las últimas ampliaciones, el Eurosistema organizó, junto con los bancos centrales nacionales una serie de

... ha cobrado  
importancia

Estrechas relaciones  
con la Comisión

Reciente y considerable  
ampliación de la UE

seminarios sobre el proceso de adhesión a la UE que ayudó a los bancos centrales de los países en vías de adhesión a integrarse sin contratiempos en el SEBC. El BCE mantiene asimismo frecuentes contactos e intercambios de información —incluido un diálogo anual de alto nivel en materia de política monetaria— con los bancos centrales de los actuales países candidatos.

## AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

El euro comenzó siendo la moneda única de once Estados miembros. Diez años después, ha pasado a ser la moneda de quince Estados miembros. Hasta la fecha, se han producido tres ampliaciones de la zona del euro: Grecia se incorporó en el 2001, Eslovenia en el 2007, y Chipre y Malta en el 2008. En el futuro se esperan nuevas ampliaciones de la zona del euro.

Los países de la UE avanzan hacia la adopción del euro de acuerdo con un procedimiento preestablecido organizado en diversas fases.

**El camino hacia la adopción del euro:...**

**... entrada en el MTC II...**

La primera fase termina en el momento en el que un Estado miembro entra a formar parte del mecanismo de tipo de cambio MTC II. Durante esta fase, las políticas monetaria y cambiaria del país se ajustan a los tres requisitos clave del Tratado. En primer lugar, se requiere que su política cambiaria se considere como una cuestión de interés común. En segundo lugar, el objetivo primordial de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios. En tercer lugar, el país ha de evitar un déficit excesivo (no obstante, las sanciones financieras que cabe imponer de conformidad con el procedimiento de déficit excesivo sólo pueden aplicarse una vez que un país haya adoptado el euro).

**... mantenimiento en la banda de fluctuación...**

La segunda fase comienza con la incorporación de un Estado miembro al MTC II. En este mecanismo, la moneda de un país se somete a un régimen de tipo de cambio fijo pero ajustable, con una paridad central frente al euro y una banda de fluctuación con un margen estándar del 15% por encima y por debajo del tipo central. El mecanismo es sucesor directo del mecanismo de tipo de cambio original que estuvo en vigor desde 1979 hasta la introducción del euro el 1 de enero de 1999. El mecanismo de tipo de cambio desempeña una función de estabilización y contribuye a la orientación de las políticas macroeconómicas hacia la sostenibilidad y al anclaje de las expectativas de inflación. El MTC II constituye una prueba para los Estados miembros en su camino hacia la adopción del euro, puesto que se espera que los países apliquen políticas orientadas a fomentar la estabilidad del tipo de cambio y la convergencia nominal. En este sentido, la participación en el MTC II puede considerarse como una «sala de entrenamiento» para «clasificarse» para la adopción del euro.

**... cumplimiento de los criterios de convergencia**

La adopción del euro, que constituye la tercera fase, empieza una vez que el país cumple todos los criterios de convergencia de forma sostenible (véase también la sección 4.4). Dichos criterios están establecidos en el Tratado de Maastricht y se desarrollan en un Protocolo anexo. Su objetivo es garantizar el cumplimiento sostenible de la convergencia nominal de la evolución de los precios, de los tipos de interés a largo plazo y del déficit presupuestario y la deuda pública. Asimismo, se espera que un Estado miembro haya participado durante un período de dos años en el MTC II manteniéndose en la banda normal de fluctuación sin haber experimentado tensiones graves. Durante este período, el país de que se trate ha de adaptar su legislación nacional (en particular, la normativa relativa a los Estatutos de su banco central) a las disposiciones del Tratado y de los Estatutos del SEBC.

La decisión sobre si un Estado miembro ha alcanzado el grado de convergencia sostenible necesario para la adopción del euro es adoptada por el Consejo ECOFIN tras un debate de los Jefes de Estado o de Gobierno. La decisión se adopta sobre la base del Informe de Convergencia elaborado por el BCE y la Comisión Europea, un dictamen del Parlamento Europeo y una propuesta de la Comisión Europea.

Asimismo, el Consejo ECOFIN adopta las disposiciones necesarias para la introducción del euro en un nuevo país miembro, entre las que se incluye un reglamento mediante el que se fija el tipo de conversión irrevocable entre la moneda nacional y el euro.

La UE ha elaborado un procedimiento bien definido que contempla la adopción del euro como el punto final de un proceso estructurado de convergencia en un marco multilateral. En consecuencia, una eurización oficial decidida unilateralmente no sería compatible con el Tratado.

La entrada en la zona del euro conlleva una serie de consecuencias operativas y requiere intensos preparativos técnicos, especialmente en lo que respecta a la puesta en circulación de los billetes y monedas, los instrumentos necesarios para la aplicación de la política monetaria y la participación en las infraestructuras de mercado del euro para el procesamiento de pagos y de operaciones garantizadas con activos. El Eurosistema también ha llevado a cabo varias campañas informativas a fin de que el público y quienes manejan efectivo a título profesional se familiaricen con la apariencia y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros (por ejemplo, mediante la distribución de folletos informativos a hogares y la organización de conferencias y seminarios dirigidos a la comunidad bancaria). Tras la adopción del euro, los bancos centrales nacionales pasan a ser miembros del Eurosistema y sus gobernadores, miembros del Consejo de Gobierno.

## 2.4 CONCLUSIONES

El marco institucional introducido por el Tratado de Maastricht tiene características singulares: combina una política monetaria centralizada con políticas fiscales y estructurales descentralizadas. Además de este claro reparto de competencias, contiene procedimientos de coordinación adecuados, que tienen en cuenta la creciente interdependencia entre los países de la zona del euro tras la introducción de la moneda única.

La experiencia extraída de los diez primeros años de existencia de la UEM indica que dicho marco funciona satisfactoriamente. El nuevo Tratado de Lisboa así lo reconoce, al dejar prácticamente intacta su estructura. Al mismo tiempo, los responsables de las políticas no siempre han cumplido los compromisos adquiridos a nivel comunitario. En consecuencia, si hay una conclusión que debe servir de guía en la segunda década de la UEM, es que todos los responsables de las políticas han de cumplir las obligaciones que ésta les impone, a fin de asegurar la continuidad del éxito de la UEM.





### 3 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y SU APLICACIÓN

*Para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, el Consejo de Gobierno se ha basado, desde el inicio de la Unión Monetaria, en su estrategia de política monetaria anunciada públicamente. En conjunto, a lo largo de los diez últimos años, la estrategia del BCE ha funcionado correctamente. Las decisiones de política monetaria han anclado con firmeza las expectativas de inflación a largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el marco operativo del Eurosistema para la aplicación de la política monetaria ha demostrado ser efectivo y resistente, incluso en épocas de crisis financiera, gracias a su diseño flexible y a la amplia gama de instrumentos y procedimientos con los que cuenta.*

*Este capítulo se estructura de la forma siguiente: en la sección 3.1 se analiza brevemente la estrategia de política monetaria del BCE y, en concreto, se muestra la evolución a lo largo de la última década de los análisis económicos y monetarios llevados a cabo dentro del marco basado en dos pilares, establecido para la evaluación que realiza el Consejo de Gobierno de los riesgos para la estabilidad de precios. En la sección 3.2 se ilustra cómo se ha ejecutado en la práctica la política monetaria única y cómo ésta ha logrado orientar las expectativas de inflación en un entorno de retos y condiciones económicas y financieras en constante cambio. En esa misma sección, en un análisis más detallado de la ejecución de la política monetaria, se distinguen cinco fases principales, que son la transición a la Unión Monetaria (desde mediados de 1998 hasta mediados de 1999), el endurecimiento de la política monetaria para contener las presiones inflacionistas (desde mediados de 1999 hasta finales del 2000), los ajustes a la baja de los tipos de interés oficiales del BCE (desde principios del 2001 hasta mediados del 2003), el mantenimiento sin variación de los tipos de interés oficiales del BCE (desde mediados del 2003 hasta finales del 2005) y la supresión de la política monetaria acomodaticia (desde finales del 2005). En la sección 3.3 se describen los instrumentos y procedimientos operativos utilizados por el BCE para aplicar las decisiones de política monetaria. En la sección 3.4 se presentan algunos logros y retos futuros.*

#### 3.1 LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

##### ¿POR QUÉ ES IMPORTANTE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS? ¿CUÁLES SON SUS VENTAJAS?

El Tratado de la Unión Europea (también denominado «Tratado de Maastricht») establece una clara jerarquía de objetivos para el Eurosistema, concediendo importancia primordial a la estabilidad de precios. Esta elección se basa tanto en la teoría económica como en una evidencia histórica carente de ambigüedades. La estabilidad de precios favorece la mejora del nivel de vida a través de diversos canales.

La estabilidad de precios protege el valor real de la renta y de la riqueza, mientras que una inflación no prevista desemboca, inevitablemente, en la redistribución arbitraria e involuntaria de estos bienes. La estabilidad de precios beneficia, en particular, a los colectivos más vulnerables de la sociedad, que tienen invertida una parte relativamente mayor de sus ahorros en cuentas en efectivo y de ahorro, cuyo valor real se deteriora fácilmente por el efecto de la inflación. Generalmente, su acceso a los mercados financieros es bastante limitado, lo que les deja escasas posibilidades de evitar el «impuesto de la inflación»<sup>1</sup>. En este sentido, los pensionistas, que tienen que vivir de sus pensiones y de los ahorros acumulados durante su vida laboral, son un colectivo especialmente vulnerable a la inflación. Por tanto, la estabilidad de precios también favorece la cohesión social.

La estabilidad de precios como objetivo primordial

Ventajas de la estabilidad de precios

<sup>1</sup> Para un análisis más detallado, véase W. Easterly y S. Fischer, «Inflation and the Poor», World Bank Policy Research Working Paper n.º 2335, Banco Mundial, 2000.

Además, en un entorno de precios estables, a los ciudadanos les resulta más sencillo distinguir las variaciones en los precios relativos (es decir, movimientos en los precios de un determinado bien o servicio) de las fluctuaciones del nivel general de precios, lo que significa que pueden confiar plenamente en la señal y la información que transmiten los precios de un bien o servicio concreto. En este entorno, las personas saben que cualquier fluctuación de los precios se debe a cambios en la «escasez relativa» de los productos y servicios específicos como consecuencia de las variaciones en la oferta y la demanda de dichos bienes y servicios. En este sentido, la estabilidad de precios facilita la comparación de precios y, por tanto, la adopción de decisiones en materia de consumo e inversión disponiendo de más información, lo cual favorece el funcionamiento correcto y eficiente de los mercados.

La estabilidad de precios también contribuye a que los niveles de los tipos de interés nominales y reales sean más bajos. Por ejemplo, la inflación deteriora el valor real de los activos nominales y, en un entorno inflacionista, los prestamistas suelen exigir una prima de riesgo de inflación que les compense por este riesgo que conlleva su inversión. Sin embargo, no exigirán dicha prima de riesgo en un entorno de estabilidad de precios. Al reducirse las primas de riesgo de inflación, la estabilidad de precios se traduce en unos niveles más bajos de tipos de interés reales, lo que hace que los proyectos de inversión resulten más rentables. A este respecto, unos tipos de interés más reducidos contribuyen a elevar los niveles de empleo y a estimular el crecimiento económico.

Además, la estabilidad de precios es la mejor contribución —y, en última instancia, la única— que una política monetaria creíble puede realizar en favor del crecimiento económico, la creación de empleo y la cohesión social. Así pues, un responsable de la política monetaria que controla sólo un instrumento no puede cumplir ni se le puede responsabilizar del cumplimiento de más de un objetivo. La consecución de objetivos adicionales entrañaría el riesgo de imponer una carga excesiva sobre la política monetaria, lo cual generaría, en último término, unos niveles de inflación y de desempleo más elevados. A más largo plazo, la política monetaria sólo puede influir en el nivel de precios de la economía, sin que tenga capacidad para ejercer un efecto duradero en la actividad económica. Este principio general también es conocido como la «neutralidad a largo plazo del dinero». En este contexto, el Tratado contempla una atribución clara y eficiente de competencias y asigna a la política monetaria el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

La evidencia reciente sugiere que la relación entre la inflación y el crecimiento podría incluso ser negativa a largo plazo y que un aumento permanente de la inflación llevaría a una pérdida neta de renta real<sup>2</sup>. Esta idea refuerza los argumentos a favor de atribuir a los bancos centrales una responsabilidad clara de mantener la estabilidad de precios. De esta forma, la política monetaria no sólo reduce al mínimo los costes asociados a la inflación, sino que contribuye también a maximizar el potencial productivo a largo plazo de la economía.

## ELEMENTOS DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

Cuando el Consejo de Gobierno adoptó y anunció la estrategia de política monetaria en octubre de 1998, es decir, con antelación suficiente al comienzo de la UEM, una de las cuestiones clave era si sería capaz de abarcar todas las circunstancias que pudieran surgir en la recién formada zona del euro, tanto en sus inicios como posteriormente. Por consiguiente, es conveniente empezar por analizar brevemente los elementos principales de la estrategia y sus fundamentos.

La estrategia de política monetaria se desarrolló a partir de exhaustivos trabajos preparatorios llevados a cabo por el Instituto Monetario Europeo (el predecesor del BCE). La estrategia asegura un

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento» en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

enfoque coherente y sistemático para la ejecución de la política monetaria. Consta de dos componentes principales: en primer lugar, una definición cuantitativa del objetivo primordial del BCE de mantener la estabilidad de precios y, en segundo lugar, un marco basado en dos pilares como principio organizador del análisis en el que se fundamenta la evaluación de las perspectivas en torno a la evolución futura de los precios. La estrategia de política monetaria del BCE proporcionó desde el principio una base sólida para la ejecución y la comunicación de la política monetaria. En el 2003, en el contexto de la evaluación global de su estrategia, el Consejo de Gobierno confirmó los elementos principales que la componen.

### DEFINICIÓN CUANTITATIVA DE ESTABILIDAD DE PRECIOS DEL BCE

Aunque el Tratado establece claramente que el objetivo principal de la política monetaria es la estabilidad de precios, no ofrece una definición precisa y cuantitativa de dicho objetivo. Para proporcionar una referencia clara que permita a la opinión pública exigir responsabilidades al BCE, y con el fin de anclar las expectativas de inflación a largo plazo, el Consejo de Gobierno adoptó una definición cuantitativa de estabilidad de precios en 1998, en la que se establece que «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%. La estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Además, tras efectuar una exhaustiva evaluación de la estrategia de política monetaria en el 2003, el Consejo de Gobierno aclaró que, de acuerdo con esta definición, su objetivo es mantener las tasas de inflación medida por el IAPC «en un valor inferior, aunque próximo, al 2%». Este enfoque es suficiente para protegerse de los riesgos de inflación muy baja o de deflación.

Cuando el Consejo de Gobierno adoptó la definición cuantitativa de estabilidad de precios en 1998, tuvo en cuenta determinadas características de la zona del euro:

- En primer lugar, el BCE elige un índice de precios de consumo para toda la zona del euro —en este caso, el IAPC (véase el recuadro 1 del capítulo 8)— como referencia natural de la estabilidad de precios, ya que se centra en las operaciones monetarias de la zona;
- En segundo lugar, la definición se refiere a la zona del euro en su conjunto, reflejando el hecho de que, dentro de una unión monetaria, la política monetaria no puede atender cuestiones particulares de los distintos países;
- En tercer lugar, la definición deja claro que una inflación por encima del 2% es incompatible con la estabilidad de precios, objetivo principal del BCE, e indica implícitamente que unas tasas de inflación muy bajas, y especialmente la deflación, tampoco son compatibles con dicha estabilidad.

Además, la definición de estabilidad de precios hace hincapié en la orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE. Dado que la política monetaria sólo puede afectar a la evolución de precios con retardos considerables y variables, y en un grado que es incierto, a cualquier banco central le resulta imposible mantener en todo momento una tasa de inflación concreta predeterminada o lograr que retorne al nivel deseado en un período de tiempo muy breve. Por consiguiente, la política monetaria ha de actuar teniendo en cuenta la posible evolución futura y centrar su atención en el medio plazo, lo cual contribuye a evitar un activismo excesivo que introduzca una volatilidad innecesaria en la economía real. Así pues, cierta volatilidad de las tasas de inflación a corto plazo es inevitable.

### LOS DOS PILARES DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

El enfoque general del BCE en lo que respecta al análisis y la evaluación de la información relevante para valorar a futuro los riesgos para la estabilidad de precios se fundamenta en dos perspectivas aná-

Una tasa de inflación interanual medida por el IAPC inferior, aunque próxima, al 2%...

... a medio plazo

Marco basado en dos pilares

ticas, que suelen denominarse los dos pilares. Esta estructura de dos pilares es el principio que sirve para organizar los análisis internos en los que se basan las deliberaciones y decisiones de política monetaria del BCE, así como su comunicación a los mercados financieros y al público en general.

El análisis económico está destinado a identificar los riesgos para la estabilidad de precios a corto y a medio plazo. Su objetivo es identificar las perturbaciones económicas pertinentes para entender la evolución de los precios y las tendencias del producto a corto y a medio plazo, especialmente en el contexto del análisis del ciclo económico. Se examina una amplia gama de indicadores de la actividad económica, de precios y de costes, principalmente a nivel agregado para la zona del euro, pero también a escala sectorial y de cada país. Todos estos factores ayudan a evaluar la dinámica de la actividad real y la evolución probable de los precios desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en horizontes temporales más cortos. Un elemento clave del análisis económico es la realización de ejercicios periódicos para proyectar las variables macroeconómicas principales de la zona del euro (véase recuadro 1). Para tomar las decisiones adecuadas, el Consejo de Gobierno debe poseer un amplio conocimiento de la situación económica existente y estar al tanto de la naturaleza y la magnitud concretas de cualquier perturbación económica que amenace la estabilidad de precios.

#### Recuadro 1

##### MODELIZACIÓN DE LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

En muchos bancos centrales, los modelos de la economía son una herramienta importante para el análisis económico. Con frecuencia, estos modelos se denominan «estructurales», debido a que tienen por objeto identificar las principales causas determinantes de las decisiones económicas sobre consumo, inversión, etc. Los modelos se validan empíricamente, o se «estiman», contrastando sus implicaciones para algunas variables macroeconómicas con resultados pasados observados. Una vez estimados, los modelos pueden utilizarse como herramientas analíticas para dar respuesta a diversas cuestiones económicas: pueden proporcionar previsiones de la situación económica futura; ayudan a interpretar en términos cuantitativos el impacto de determinados acontecimientos económicos —por ejemplo, cambios en la determinación de los salarios o en las medidas fiscales— sobre el conjunto de la economía; y pueden servir para evaluar el efecto de las medidas adoptadas sobre los resultados económicos.

Desde el principio de 1999, los modelos macroeconómicos utilizados por el BCE han ido evolucionando sustancialmente. El primer modelo que describía la economía agregada de la zona del euro era el modelo para el conjunto de la zona, denominado en inglés *area-wide model* (AWM)<sup>1</sup>. El desarrollo del AWM planteó retos especiales, como consecuencia de las nuevas condiciones creadas por la UEM. Por ejemplo, la validación empírica del modelo tuvo que basarse necesariamente en datos anteriores a la Unión Monetaria, aunque cabía esperar que ésta pudiera acarrear cambios en la estructura de la economía de la zona del euro. Además, no se podía disponer inmediatamente de datos para el conjunto de la zona a partir de la información procedente de los institutos nacionales de estadística. Era necesario crear los datos de la zona del euro agregando los datos nacionales, lo que requería utilizar ocasionalmente supuestos ad hoc. A pesar de estas dificultades, el AWM ha resultado ser una buena herramienta para el análisis cuantitativo de la evolución macroeconómica del conjunto de la zona del euro, y este enfoque se ha mantenido en todos los modelos construidos posteriormente por el BCE<sup>2</sup>.

1 Véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «An area-wide model (AWM) for the euro area», *Economic Modelling* 22, 2005, pp. 39-59.

2 Además del AWM, el BCE en colaboración con los BCN, desarrolló en una fase temprana un modelo para varios países, denominado en inglés MCM. La estructura del MCM es muy similar a la del AWM, aunque las relaciones económicas se estiman a escala nacional en lugar de para el conjunto de la zona del euro. Por lo tanto, el modelo permite comprobar la solidez de los resultados basados en el AWM.

A lo largo de los años se ha perfeccionado la estructura del AWM en varios aspectos. Al mismo tiempo, los avances realizados en la literatura académica han llevado a una reformulación más radical de los requisitos básicos que han de satisfacer los modelos económicos. El prototipo de una nueva generación de modelos económicos, que muchos bancos centrales han utilizado posteriormente con éxito, fue desarrollado por el ECB. Se trata del modelo de Smets y Wouters para la zona del euro<sup>3</sup>, que se caracteriza por incorporar muchas innovaciones. Por ejemplo, explica los resultados agregados observados, como la lentitud del ajuste de los precios a circunstancias exógenas, en términos de empresas y de hogares (o «fundamentos microeconómicos»). Se considera que las decisiones de los hogares y las empresas responden no sólo a la evolución pasada sino también a cambios en las perspectivas económicas futuras. Finalmente, el modelo se estima teniendo en cuenta toda la información relevante conjuntamente, por lo que puede competir con las herramientas puramente estadísticas en términos de previsiones a corto plazo.

Más recientemente, la estructura del modelo de Smets y Wouters se ha desarrollado en el modelo de Christiano, Motto y Rostagno, que dedica especial atención al papel de las variables monetarias y financieras en la estructura de la economía<sup>4</sup>. Este modelo incluye un sector bancario explícito que ofrece servicios de intermediación entre prestatarios y prestamistas, y atribuye un papel importante a los agregados monetarios en la economía. Asimismo, el modelo contempla una transmisión endógena de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés aplicados a los préstamos concedidos a las empresas, que incorporan una prima destinada a compensar a las entidades de crédito por el riesgo de impago de los prestatarios.

Por último, se ha desarrollado una nueva versión del AWM (el NAWM), que es un nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro basado en fundamentos microeconómicos y que sustituye al AWM como principal herramienta en los ejercicios de proyecciones macroeconómicas<sup>5</sup>. En comparación con los modelos mencionados anteriormente, el NAWM incluye características de economía abierta para permitir condicionar las proyecciones a supuestos relativos, entre otros factores, a circunstancias externas. El NAWM es especialmente idóneo para realizar análisis de escenarios y para evaluar la incertidumbre de las predicciones. La versión del NAWM utilizada en las proyecciones se complementa con una versión más detallada, pero calibrada, para abordar una gama más amplia de cuestiones de política.

Los modelos matemáticos de la economía han desempeñado un papel importante para facilitar la evaluación cuantitativa de la situación económica y monetaria actual de la zona del euro. No obstante, todos estos modelos presentan todavía elevadas regularidades empíricas en algunas dimensiones. Un tratamiento más satisfactorio de la política fiscal y una mejor estructura de los mercados de trabajo son algunas de las direcciones en las que se están desarrollando los modelos existentes. En todo caso, las simulaciones de políticas en los modelos estructurales sólo pueden representar uno de los numerosos elementos que el Consejo de Gobierno tiene en cuenta en su valoración general de las perspectivas de evolución de los precios en la zona del euro.

3 Véase F. Smets y R. Wouters, «An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area», *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, pp. 1123-1175.

4 Véanse L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), diciembre 2003, y L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001», *Journal of Economic Dynamics and Control*, de próxima publicación.

5 Véanse K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties», mimeo, junio 2007, y G. Coenen, P. McAdam y R. Straub, «Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model», *Journal of Economic Dynamics and Control*, de próxima publicación.

## El análisis monetario...

El objetivo del análisis monetario es identificar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En este contexto, la evolución monetaria y crediticia, y sus factores determinantes, desempeñan un papel importante, dado que el crecimiento económico y la inflación están estrechamente relacionados a largo plazo (véase gráfico 1). Este hecho refleja el principio económico fundamental de que, a largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario. En concreto, otorgar un papel destacado al dinero contribuye a salvaguardar la orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE. El gráfico demuestra la estrecha relación entre los componentes de baja frecuencia de la inflación y del crecimiento económico, y que la dinámica monetaria va por delante de la evolución de la inflación (y, por tanto, puede ayudar a predecirla).

## ...se basa en un amplio conjunto de información

De hecho, el análisis monetario se basa en un amplio conjunto de información monetaria, financiera y económica y utiliza una extensa gama de herramientas y técnicas complementarias, que —junto con la aplicación de un criterio informado— permite la identificación en tiempo real de la tendencia monetaria subyacente y la evaluación de sus implicaciones en relación con los riesgos para la estabilidad de precios. Para señalar su compromiso con el análisis monetario en el contexto de su estrategia y para proporcionar una referencia para la valoración de la evolución monetaria, en diciembre de 1998 el BCE anunció un valor de referencia del 4,5% para la tasa de crecimiento anual del agregado monetario amplio M3<sup>3</sup>. Una expansión monetaria prolongada por encima de esta referencia apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios. La elección de M3 se basó en la evidencia de que este agregado monetario está estrechamente relacionado con el nivel de precios. Al mismo tiempo, se dejó claro desde el principio que la política monetaria no reaccionaría mecánicamente a las desviaciones que experimentara el crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

## ...y ha evolucionado con el tiempo

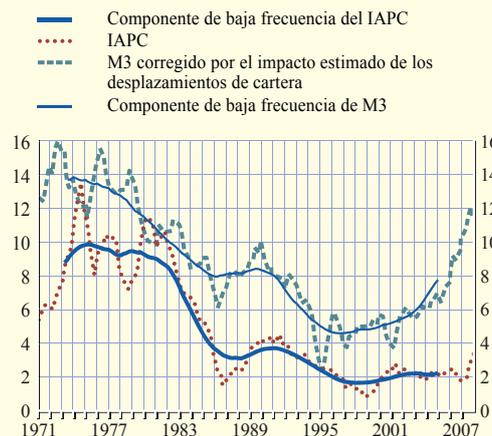
Sin embargo, es importante señalar que las herramientas utilizadas para identificar los riesgos para la estabilidad de precios han evolucionado y mejorado con el tiempo, a la luz de los retos que los distintos cambios, especialmente el rápido ritmo de innovación financiera, plantean para el análisis monetario. Ante la necesidad de mejorar continuamente sus herramientas analíticas para identificar los riesgos para la estabilidad de precios, en el 2007 el Consejo de Gobierno decidió mejorar su análisis monetario en cuatro áreas:

- En primer lugar, se están perfeccionando y ampliando los modelos de demanda de dinero, con el fin de entender mejor el comportamiento de los agregados monetarios a lo largo del tiempo y en los distintos sectores.
- En segundo lugar, se está mejorando la solidez de los indicadores de riesgos de inflación basados en el dinero, con el objetivo de reforzar su uso como orientación en las decisiones de política monetaria destinadas a mantener la estabilidad de precios.

3 Este agregado monetario incluye el efectivo en circulación, los depósitos a la vista, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, más las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.

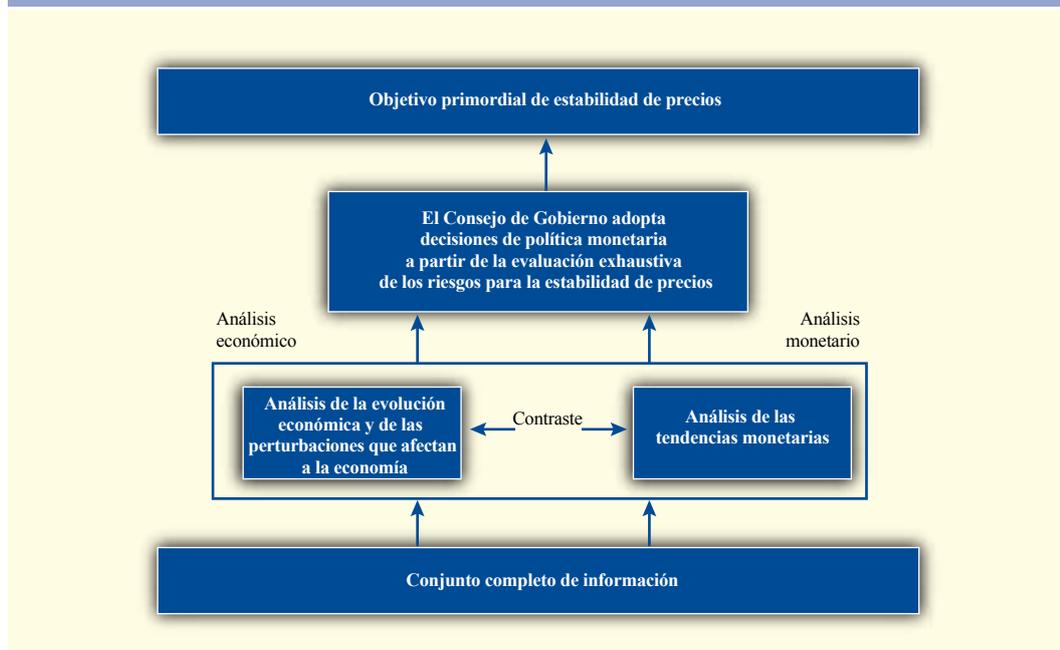
## Gráfico 1 Relación entre el IAPC y M3 de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual, el componente de baja frecuencia refleja periodicidad > diez años)



Notas: Los componentes de baja frecuencia se obtienen aplicando un filtro pasabanda simétrico de longitud fija de Christiano-Fitzgerald a las tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas. El pico de crecimiento monetario se adelanta entre ocho y doce trimestres a la inflación.

Gráfico 2 Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE



- En tercer lugar, se están desarrollando y perfeccionando los modelos estructurales que desempeñan un papel activo para el dinero y el crédito en la determinación de la evolución de la inflación, para que sirvan de respaldo en la valoración de la evolución monetaria.
- Por último, es importante profundizar en el marco analítico para reforzar el contraste de la información y de los resultados derivados de los análisis monetarios y económicos.

En conjunto, el marco de dos pilares mejora la solidez de la evaluación de la política monetaria que realiza el Consejo de Gobierno, en el sentido de que reduce la incertidumbre de los datos y de los modelos. En particular, se aprovechan todos los aspectos complementarios entre los dos pilares, ya que es la mejor manera de asegurar el uso coherente y eficiente de toda la información relevante para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios. El contraste periódico de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario garantiza la coherencia de la evaluación general, en la que se tiene en cuenta información a más corto y a más largo plazo. Por tanto, dicho contraste reduce el riesgo de errores causados por una dependencia excesiva de un único indicador, previsión o modelo. En el gráfico 2 se resumen los elementos clave del enfoque basado en dos pilares y su papel en la formulación de las políticas.

Tras casi diez años de experiencia práctica, la estrategia del BCE ha proporcionado un marco sólido y fiable para valorar los riesgos para la estabilidad de precios y para comunicar de forma efectiva la orientación de la política monetaria a los mercados financieros y al público en general. El hecho de que no haya sido necesario modificar sus elementos principales es un signo claro de la idoneidad de la estrategia de política monetaria del BCE. En los últimos años, otros bancos centrales han incluido algunos elementos de la estrategia del BCE en sus marcos de política monetaria. La orientación a medio plazo ha crecido en popularidad entre los bancos centrales que tienen un objetivo de inflación, los cuales han reconocido crecientemente la necesidad de un horizonte de política más flexible.

El contraste garantiza la coherencia

Enfoque innovador y sólido

Asimismo, la naturaleza global del marco basado en dos pilares está aumentando su atractivo por su capacidad para integrar en un marco único toda la información coyuntural y discrecional pertinente basada en modelos. Además, su pilar monetario explícito garantiza que la política monetaria del BCE esté orientada al medio plazo y que el BCE continúe desarrollando su experiencia y sus conocimientos en asuntos monetarios y crediticios. La estrecha relación entre la evolución monetaria y la evolución de los desequilibrios en los mercados de crédito y de activos supone que el análisis monetario permite detectar dichos desequilibrios en una fase temprana y responder al riesgo implícito para la estabilidad de precios de forma oportuna, teniendo en cuenta la posible evolución futura. A este respecto, el análisis monetario ha resultado ser un activo particularmente valioso en épocas de tensiones en los mercados financieros.

### 3.2 LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO Y SUS RESULTADOS EN TÉRMINOS DE ESTABILIDAD DE PRECIOS<sup>4</sup>

En esta sección se examina la trayectoria de la política monetaria única desde su introducción en enero de 1999. Para ayudar a presentar la orientación de esta política (véase gráfico 3) en un contexto de circunstancias y retos cambiantes, conviene distinguir cinco fases.

#### LA EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

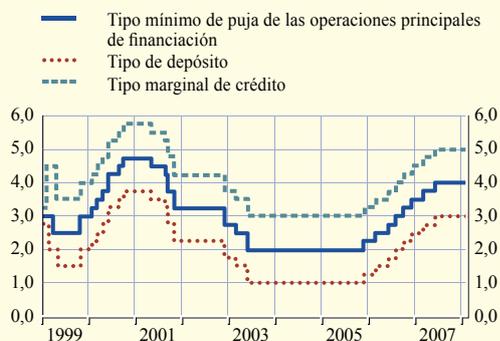
##### FASE I – LA TRANSICIÓN A LA UNIÓN MONETARIA (MEDIADOS DE 1998 - MEDIADOS DE 1999)

El Eurosistema asumió la responsabilidad de la política monetaria única en un momento en el que las tasas de inflación de la zona del euro eran bastante bajas y las perspectivas de evolución de los precios eran favorables (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, la actividad económica continuaba su expansión en

4 Todas las referencias a datos relativos al crecimiento del PIB real y a la inflación medida por el IAPC corresponden a datos revisados disponibles en la fecha de cierre de este informe (31 de marzo de 2008). La utilización de datos actualizados revisados, en lugar de los datos en tiempo real disponibles cuando las decisiones de política monetaria fueron adoptadas, no altera las líneas de razonamiento en las que se sustentan las deliberaciones y las decisiones de política monetaria que se presentan en esta sección.

Gráfico 3 Tipos de interés oficiales del BCE desde enero de 1999

(en porcentaje)

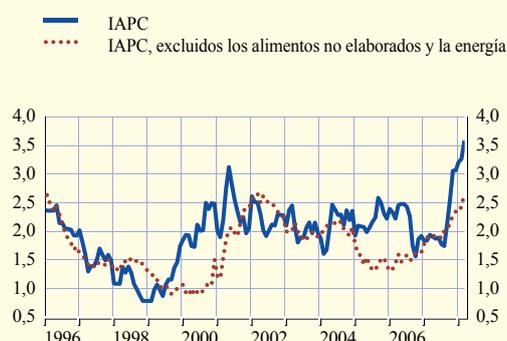


Fuente: BCE.

Nota: El tipo de las operaciones principales de financiación se refiere, para las operaciones que se liquidaron antes del 28 de junio de 2000, al tipo aplicable en las subastas a tipo fijo. Para las operaciones liquidadas con posterioridad a esa fecha, el tipo se refiere al tipo mínimo de puja aplicable en las subastas a tipo variable.

Gráfico 4 IAPC de la zona del euro

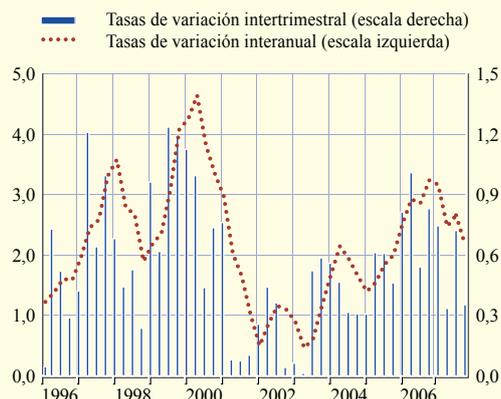
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 5 PIB real de la zona del euro

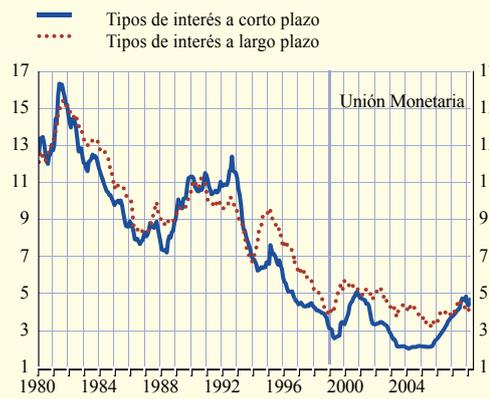
(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Tipos de interés nominales a corto plazo y a largo plazo de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCN, Global Financial Data, BPI, Reuters y BCE.

un entorno de tipos de interés muy reducidos (véanse gráficos 5 y 6) y de mantenimiento de las condiciones necesarias para un crecimiento sostenido. Sin embargo, durante 1998, la repercusión de las crisis financieras de Asia en 1997 y de Rusia en agosto de 1998, junto con el práctico derrumbe del fondo especulativo LTCM en septiembre de 1998, generó una elevada volatilidad en los mercados financieros y oscilaciones considerables en la confianza de los inversores. Tras estas prolongadas tensiones en los mercados financieros, las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro se vieron enturbiadas por un nivel muy alto de incertidumbre, que se tradujo no sólo en algunas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento para 1998 en su conjunto, sino también en unas proyecciones de menor crecimiento para 1999.

En el transcurso de 1998, la política monetaria de los países de la zona del euro se reorientó paulatinamente, pasando de un enfoque nacional a un enfoque del conjunto de la zona. El proceso de convergencia se produjo en este entorno de perspectivas favorables para la estabilidad de precios, mediante reducciones graduales de los tipos de interés oficiales para acercarlos a los niveles más bajos existentes en la que pronto sería la zona del euro. Este proceso de convergencia se aceleró en los últimos meses de 1998 y culminó el 3 de diciembre de ese año, cuando todos los BCN de la zona recortaron de forma coordinada sus tipos de interés oficiales al 3% (con la excepción de la Banca d'Italia, que rebajó su tasa de descuento al 3,5%). Esta medida coordinada en relación con los tipos de interés debía verse como una decisión de facto sobre el nivel de tipos de interés con el que Eurosistema comenzaría la Tercera Fase de la UEM (y, en la práctica, fue el punto de partida de la Unión Monetaria en Europa).

A principios de 1999, el Consejo de Gobierno recibió algunas señales contradictorias de sus análisis económico y monetario. Por una parte, cada vez era más evidente que, en conjunto, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo apuntaban principalmente a la baja. Las tasas de inflación eran muy bajas en términos históricos y estaban significativamente por debajo del máximo establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE, existiendo indicios simultáneos de una fuerte desaceleración económica. Por otra parte, tras un prolongado descenso en los precios del petróleo a niveles situados por debajo de 10 dólares por barril a finales de 1998 y principios de 1999, estos precios empezaron a subir de nuevo a partir de mediados de febrero de 1999 (véase gráfico 7). Además, en los primeros

...condujeron a una relajación monetaria en vísperas de la UEM

Dado que los riesgos para la estabilidad de precios apuntaban a la baja...

Gráfico 7 Precios del Brent

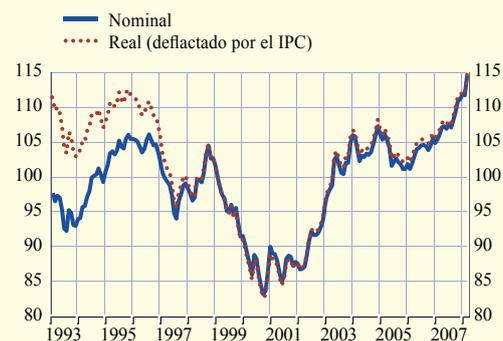
(dólares por barril)



Fuentes: FMI y BCE.

Gráfico 8 Tipo de cambio efectivo nominal y real del euro

(datos mensuales, índice calculado frente a las monedas de 22 socios comerciales importantes; 1999 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: Las ponderaciones utilizadas para agregar los tipos de cambio «teóricos» del euro anteriores a 1999 se basan en la participación de cada país de la zona del euro en el comercio total de manufacturas de la zona con los países de fuera de la zona (véase apéndice II.6 del Occasional Paper n.º 2, BCE, 2002).

meses de 1999, el euro se depreció en términos efectivos (véase gráfico 8). Ambos factores podrían, potencialmente, ejercer presión al alza sobre los precios.

La tasa de crecimiento de M3 se incrementó desde niveles cercanos al valor de referencia hasta niveles muy superiores al 5%, mientras que los préstamos al sector privado continuaron creciendo con rapidez, a una tasa aproximada del 10% (véase gráfico 9). Sin embargo, teniendo en cuenta la desviación relativamente moderada con respecto al valor de referencia y las incertidumbres en relación con el análisis de la evolución monetaria en esos momentos (asociadas a las variaciones estadísticas que la transición a la Unión Monetaria requería), no se consideraba necesariamente que el mayor crecimiento total de M3 fuera un reflejo de la tasa subyacente de expansión monetaria. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno no interpretó que las señales procedentes del análisis monetario indicaran riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Gráfico 9 M3 y préstamos al sector privado

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

...en abril de 1999 se recortaron los tipos de interés oficiales del BCE

A la vista de este panorama general, el 8 de abril de 1999 el Consejo de Gobierno recortó 50 puntos básicos el tipo fijo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, desde el 3% hasta el 2,5%. La reducción de los tipos de interés oficiales del BCE se consideraba una medida cautelar para preservar la estabilidad de precios a medio plazo y, de esta forma, aprovechar mejor el potencial de crecimiento de la economía de la zona del euro.

## FASE 2 – SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS PARA CONTENER LAS PRESIONES INFLACIONISTAS (MEDIADOS DE 1999 - FINALES DEL 2000)

En este período, las acusadas subidas de los precios del petróleo y el aumento general de los precios de importación continuaron ejerciendo presiones al alza sobre los precios a corto plazo. A finales del 2000, los precios del petróleo y de importación habían ascendido a niveles no registrados desde principios de la década de los noventa. Dado que estos incrementos fueron mayores y duraron más tiempo de lo previsto inicialmente, los riesgos de efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación de los precios de consumo a través de la fijación de salarios aumentaron significativamente en un entorno de sólido crecimiento económico. Estos problemas se agudizaron por la evolución del tipo de cambio del euro, que siguió depreciándose durante este período, especialmente en la segunda mitad del año 2000, cuando se distanció más de una posición acorde con la solidez de los fundamentos de la economía de la zona del euro. Como consecuencia, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se elevaron.

La actividad económica de la zona del euro registró una gran expansión a principios del 2000 y estaba previsto que mantuviera esta trayectoria dadas las favorables condiciones externas. En concreto, el gran dinamismo de la economía mundial durante el primer semestre de ese año generó optimismo entre los inversores, especialmente en los sectores de la «nueva economía». Este sentimiento positivo tuvo su reflejo en la acusada subida de los índices bursátiles en las principales economías, incluida la zona del euro, que alcanzaron niveles máximos en la primera mitad del 2000.

En lo que respecta al análisis monetario, durante 1999 y principios del 2000, la prolongada expansión monetaria, por encima del valor de referencia, apuntaba cada vez más a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. A pesar de la paulatina desaceleración observada durante el verano del 2000, los datos disponibles continuaron confirmando la existencia de riesgos de presiones inflacionistas al alza en un entorno de crecimiento económico todavía sólido. En conjunto, con la excepción de los primeros meses de 1999, esta señal coincidía, en términos generales, con la derivada del análisis económico.

En este entorno de aumento de las presiones inflacionistas, resultó evidente que habían dejado de imperar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios identificados cuando se recortaron los tipos de interés oficiales del BCE en abril de 1999. Dado que los análisis económico y monetario del BCE apuntaban a riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno subió los tipos de interés oficiales del BCE en varias ocasiones entre noviembre de 1999 y octubre del 2000, hasta un total de 225 puntos básicos, con lo que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 4,75% en octubre del 2000.

## FASE 3 – AJUSTES A LA BAJA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE (PRINCIPIOS DEL 2001 - MEDIADOS DEL 2003)

En el transcurso de este período, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE un total de 275 puntos básicos, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema registró un mínimo histórico del 2% en junio del 2003, el nivel más bajo de tipos de interés observado en Europa desde la Segunda Guerra Mundial. Las decisiones de ajustar a la baja los tipos de interés oficiales fueron acordes con el objetivo de mantener las tasas de inflación medida por el IAPC en un valor inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Con esta política de reducción de los tipos de interés, el Consejo de Gobierno respondió al descenso continuado de las presiones inflacionistas, provocado por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico a raíz de las graves perturbaciones que sacudieron la economía mundial y los mercados financieros internacionales. Es de destacar que los atentados terroristas que se produjeron en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001 elevaron el grado de incertidumbre económica y socavaron la confianza, con las consiguientes perspec-

Las crecientes  
presiones sobre  
los precios,...

...en un entorno  
de rápido crecimiento  
económico...

...y de prolongada  
expansión monetaria,...

... generaron subidas  
de los tipos de interés del BCE  
entre noviembre de 1999  
y octubre del 2000

Reducción de los tipos  
de interés oficiales del BCE  
a mínimos históricos

Las presiones sobre los precios cedieron...

...en respuesta a una desaceleración del crecimiento...

tivas no sólo de reforzar la ya imperante desaceleración de la actividad económica, sino también de alterar el funcionamiento de los mercados financieros<sup>5</sup>.

Por lo que respecta a la evolución de precios, la inflación interanual medida por el IAPC continuó elevándose en el 2000 y en el primer semestre del 2001, a pesar de la pronunciada caída de los precios del petróleo y de la significativa apreciación del euro con respecto a todas las monedas principales. Esta apreciación se produjo tras intervenciones concertadas de los bancos centrales en los mercados de divisas en septiembre y noviembre del 2000. La tasa de inflación interanual medida por el IAPC, que se había situado en el 2% en enero del 2001, se elevó hasta alcanzar un máximo del 3,1% en mayo del 2001. Este aumento se debió principalmente a los considerables incrementos registrados en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, relacionados con las enfermedades sufridas por determinados animales en algunos países de la zona del euro. Esta escalada de los precios entrañó riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, lo cual también se reflejó en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE relativas a la inflación medida por el IAPC, que fueron revisadas significativamente al alza en esos momentos.

Sin embargo, la preocupación por los efectos de segunda vuelta se disipó progresivamente con el paso del tiempo, mientras las perspectivas para la economía de la zona del euro seguían deteriorándose, apuntando a una cierta moderación de la presión inflacionista procedente de la demanda interna y a riesgos a la baja para la estabilidad de precios derivados de los salarios. De hecho, hacia finales del 2001, las presiones a corto plazo se atenuaron y la inflación interanual medida por el IAPC se redujo. En conjunto, la inflación interanual media, medida por el IAPC, se situó en el 2,3% en el 2001 y en el 2,2% en el 2002, en comparación con el 2,1% registrado en el año 2000. Este panorama se mantuvo prácticamente sin variación en la primera mitad del 2003, cuando la inflación medida por el IAPC permaneció por encima del 2%. No obstante, era de esperar que el moderado ritmo de actividad económica y la significativa apreciación del euro desde la primavera del 2002 amortiguaran las presiones inflacionistas. De hecho, en junio del 2003 existían razones para prever que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en niveles holgados por debajo del 2% a medio plazo. Estas perspectivas generales también se reflejaron en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2003 y en las previsiones de otras instituciones internacionales elaboradas en el segundo trimestre del mismo año.

Tras los primeros indicios observados desde finales del 2000 de que el impacto de la subida de los precios del petróleo podría haber contribuido a la desaceleración económica de la zona del euro, la actividad económica en dicha zona se moderó durante el 2001. Después de los atentados terroristas del 11 de septiembre resultó cada vez más patente que la ralentización económica de la zona sería más duradera de lo inicialmente previsto. Se esperaba que la demanda exterior siguiera disminuyendo y se consideraba probable que los elevados niveles de incertidumbre generados por estos atentados retrasarían la recuperación de la demanda interna. Sin embargo, aunque a principios del 2002 se observó una recuperación económica moderada en la zona del euro, ésta perdió impulso en el transcurso del año. Las renovadas turbulencias de los mercados financieros en el verano y el aumento de las tensiones geopolíticas en el segundo semestre del año, con efectos negativos sobre los precios del petróleo y la confianza, fueron los principales factores determinantes de esta evolución.

En conjunto, el crecimiento económico de la zona del euro fue bastante débil en el 2002, ya que el PIB real interanual se incrementó sólo un 0,9%, frente al 1,9% del 2001, manteniéndose así por debajo de su

<sup>5</sup> En este entorno, el 17 de septiembre de 2001, el Consejo de Gobierno decidió recortar los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos, conjuntamente con el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos, con el fin de dar una respuesta inmediata a las circunstancias extraordinarias creadas por esta sacudida.

potencial en ambos años. Estos resultados no cambiaron de forma significativa en el 2003, ya que el crecimiento del PIB real en el primer semestre del año se estancó a raíz de la escalada de las tensiones geopolíticas relacionadas con la situación en Iraq y la incertidumbre reinante en los mercados financieros. En este entorno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento seguían apuntando a la baja.

Si se examina el análisis monetario, se observa que el crecimiento interanual de M3, tras haber registrado una ligera moderación en el 2000 y a principios del 2001, experimentó una fuerte aceleración a partir de mediados del 2001. Sin embargo, por diversas razones, no se interpretó que este incremento entrañara riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En primer lugar, una parte del mismo se debió a la mayor necesidad de dinero para transacciones por parte de los agentes económicos, con el fin de adaptarse a subidas previas de los precios de la energía y de los alimentos. En segundo lugar, el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos en esos momentos y el reducido coste de oportunidad de mantener dinero incrementaron el atractivo de las tenencias de activos monetarios a corto plazo, con respecto a instrumentos a largo plazo de mayor riesgo. Por último, y lo que es más importante, la incertidumbre acerca de la interpretación de la evolución monetaria se acrecentó por los considerables desplazamientos de las carteras de los inversores privados, que cambiaron las acciones y otros activos financieros a largo plazo por activos monetarios seguros y más líquidos incluidos en M3. Estos desplazamientos de cartera se consideraron una respuesta de los inversores ante la persistente incertidumbre surgida tras la corrección observada en los mercados mundiales de valores a partir de la primavera del 2000 y los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, que favorecieron el ahorro por motivos de precaución. La magnitud y las causas de estos desplazamientos no tenían precedentes y, por tanto, su interpretación generó un nivel de incertidumbre inusualmente elevado.

En general, el Consejo de Gobierno consideró que los desplazamientos de cartera eran transitorios, aunque potencialmente duraderos, un fenómeno que tendería a remitir cuando se normalizara la situación económica, financiera y geopolítica. Esta valoración se sustentaba en el hecho de que el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, especialmente los concedidos a las sociedades no financieras, siguió disminuyendo en un entorno de actividad económica bastante débil. Por tanto, en esta fase la señal procedente del análisis monetario presentaba bastantes matices. Por una parte, teniendo en cuenta los desplazamientos de cartera, no se consideraba que el fuerte crecimiento de M3 supusiera presiones inflacionistas a medio y largo plazo. Por otra parte, el crecimiento de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera siguió siendo bastante sostenido, apuntando así a riesgos al alza para la interpretación de la dinámica monetaria, y, por tanto, para las perspectivas de evolución de precios a medio y largo plazo. Este mensaje fue particularmente importante en el 2002 y el 2003, una época en la que se debatía públicamente el surgimiento de riesgos de deflación para la zona del euro<sup>6</sup>.

#### **FASE 4 – MANTENIMIENTO SIN VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE (MEDIADOS DEL 2003 - FINALES DEL 2005)**

A partir de junio del 2003, el Consejo de Gobierno mantuvo constantes los tipos de interés durante dos años y medio, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación permaneció en un mínimo histórico del 2%.

En cuanto a los precios, en la segunda mitad del 2003, la inflación medida por el IAPC no cayó de forma tan rápida y acusada como se había previsto inicialmente, en gran parte como consecuencia de

<sup>6</sup> En este contexto, cabe señalar que los desplazamientos de cartera observados durante este período también pueden interpretarse como un signo de confianza en la solidez del sector bancario europeo, disipándose así la preocupación en relación con la posible aparición de una deflación de la deuda en la zona del euro.

...mientras que la demanda de activos líquidos aumentó en un momento de elevada incertidumbre

Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación durante dos años y medio

Se contuvieron las presiones internas sobre los precios

La recuperación económica estaba en marcha

la evolución negativa de los precios de los alimentos y de que las subidas de los precios del petróleo fueron mayores de lo esperado (aunque estas últimas se atenuaron por la apreciación del euro). Además, los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados a finales del 2003 y principios del 2004 afectaron de forma negativa a las tasas de inflación. A pesar de los notables incrementos de los precios de las materias primas y de la energía, y en un entorno de crecimiento económico en proceso de recuperación, pero todavía relativamente moderado, las presiones inflacionistas internas subyacentes se mantuvieron contenidas durante el 2004 y la mayor parte del 2005. En particular, la evolución salarial se moderó en este período. Sin embargo, la inflación general permaneció en niveles ligeramente elevados en el 2005, principalmente debido a las fuertes subidas de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios administrados y de los impuestos indirectos. En general, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 2,2% en el 2005, un nivel ligeramente superior a la tasa del 2,1% observada en los dos años anteriores. A medida que avanzaba el 2005, el análisis económico sugería que aumentaban los riesgos al alza, especialmente en relación con los posibles efectos de segunda vuelta en la fijación de salarios y de precios derivados de la escalada de los precios del petróleo.

En lo que respecta a la actividad económica, el panorama general se esclareció durante la segunda mitad del 2003, cuando las exportaciones de la zona del euro aumentaron significativamente como consecuencia del renovado dinamismo de la economía mundial. Aunque en el segundo semestre del 2003 se mantuvo la debilidad de la demanda interna, se consideraba que se daban las condiciones para su recuperación, sobre todo teniendo en cuenta los reducidos niveles de los tipos de interés y las condiciones de financiación generalmente favorables. Además, el ajuste iniciado en el sector empresarial con el fin de mejorar la productividad y la rentabilidad alimentó la expectativa de que la inversión empresarial se recuperaría progresivamente. En general, todas las previsiones y proyecciones disponibles elaboradas en la segunda mitad del 2003, incluidas las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre, apuntaban a un fortalecimiento continuado del crecimiento del PIB real de la zona del euro en los años 2004 y 2005.

De hecho, la recuperación de la actividad económica de la zona del euro, que comenzó en el segundo semestre del 2003, continuó en el 2004 y en el 2005. El PIB real creció, en promedio, un 0,5% en términos intertrimestrales en la primera mitad del 2004, la tasa más elevada registrada desde la primera mitad del 2000. En el segundo semestre del 2004 y en el primero del 2005, dicho crecimiento se moderó ligeramente, debido, en parte, a la subida de los precios del petróleo, a la desaceleración transitoria del crecimiento económico mundial y a los efectos retardados de la anterior apreciación del euro. Sin embargo, se consideró que las condiciones necesarias para el fortalecimiento de la actividad económica seguían existiendo, a pesar de determinados riesgos a la baja para el crecimiento relacionados con la reducida confianza de los consumidores, los altos y volátiles precios del petróleo y los desequilibrios mundiales. En el área exterior, el crecimiento de la economía mundial mantuvo su solidez, respaldando así las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, las condiciones de financiación muy favorables, los sólidos beneficios empresariales y las reestructuraciones de empresas crearon un entorno positivo para la inversión. Las expectativas eran que el crecimiento del consumo privado se beneficiaría del aumento previsto en la renta real disponible, en un contexto de crecimiento más fuerte del empleo y de inflación más baja. De hecho, en el segundo semestre del 2005, la expansión económica de la zona del euro recobró ímpetu.

La expansión monetaria se moderó en el 2003 y a principios del 2004...

Pasando al análisis monetario, la incertidumbre financiera y económica comenzó a remitir y la distribución de carteras empezó a normalizarse, principalmente en respuesta a la evolución de los acontecimientos en Iraq hasta mediados del 2003. En consecuencia, el crecimiento interanual de M3 se moderó considerablemente entre mediados del 2003 y mediados del 2004, al invertirse los desplazamientos de

cartera hacia activos monetarios que se habían producido anteriormente. Sin embargo, no se interpretó que esta caída del crecimiento total de M3 implicaría menos presiones inflacionistas a medio y largo plazo, en línea con la valoración que se había hecho del impacto de los desplazamientos de cartera sobre la señal que se desprende de la evolución monetaria. Más bien, se consideró que aportaba evidencia desde el ámbito monetario, confirmando la tesis de que los niveles de incertidumbre y aversión al riesgo estaban volviendo paulatinamente a cotas históricas. De hecho, durante este período la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera siguió creciendo a una tasa sostenida y en ligero aumento, respaldando la percepción de que la tasa subyacente de expansión monetaria no se estaba reflejando en la tasa significativamente más baja de crecimiento total de M3. Además, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado registró un ascenso en el segundo semestre del 2003.

En el transcurso del 2004, el análisis monetario aportó evidencia de que los desplazamientos de cartera seguían invirtiéndose, aunque a un ritmo más lento de lo que hubiera sido de esperar teniendo en cuenta la trayectoria histórica en relación con la eliminación de liquidez acumulada. Sin embargo, el crecimiento interanual de M3 se aceleró a partir de mediados del 2004. En el 2005, la dinámica monetaria cobró un nuevo impulso y se consideró que ello implicaba un aumento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En concreto, la sólida expansión crediticia y monetaria registrada desde mediados del 2004 fue consecuencia del efecto positivo derivado del muy bajo nivel de tipos de interés existente entonces en la zona del euro y, posteriormente, del renovado dinamismo de la economía de la zona, más que de los desplazamientos de cartera producidos entre los años 2001 y 2003. El fuerte crecimiento monetario contribuyó aún más a la ya holgada situación de liquidez de la zona del euro, lo que indicaba un incremento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

#### **FASE 5 – SUPRESIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ACOMODATICA (DESDE FINALES DEL 2005)**

Desde finales del 2005, el Consejo de Gobierno ha aumentado los tipos de interés oficiales del BCE un total de 200 puntos básicos, con lo que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 4% a finales de junio del 2007. Este ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria era necesario para hacer frente a los riesgos para la estabilidad de precios identificados tanto en el análisis económico como en el monetario. Sin embargo, es importante señalar que, en diciembre del 2005, cuando el Consejo de Gobierno comenzó a subir paulatinamente los tipos de interés oficiales del BCE, el análisis monetario desempeñó un papel importante, ya que en ese momento apuntaba claramente a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo, mientras que los indicadores y las señales procedentes del análisis económico eran bastante dispares. En general, la supresión paulatina de la política monetaria acomodaticia se produjo en un entorno de sólido crecimiento económico y de continua y vigorosa expansión monetaria y crediticia en la zona del euro.

En lo que respecta a los precios, la inflación media interanual medida por el IAPC fue del 2,2% en el 2006 y del 2,1% en el 2007, y estuvo impulsada principalmente por la demanda interna. La tasa de inflación general fluctuó significativamente en ambos años, en gran medida como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo. En el 2006, siguió una tendencia al alza hasta el mes de agosto, básicamente debido a los considerables incrementos de los precios de la energía, mientras que en los meses restantes del año la tasa de inflación interanual cayó por debajo del 2%, sobre todo como resultado del descenso significativo de los precios del petróleo y de efectos de base. Hasta el tercer trimestre del 2007, las tasas de inflación interanual evolucionaron adecuándose a la definición de estabilidad de precios del BCE, en parte debido a los efectos de base favorables derivados de la evolución de los precios de la energía durante el año anterior.

... antes de cobrar  
impulso a partir  
de mediados del 2004

Supresión de la política  
monetaria acomodaticia

**La inflación experimentó una aceleración...**

Sin embargo, hacia finales del 2007 y principios del 2008 la inflación interanual experimentó una acusada subida, situándose en niveles significativamente por encima del 2%, en gran medida como consecuencia de los considerables incrementos que registraron los precios internacionales del petróleo y de los alimentos en el segundo semestre del 2007. En concreto, las fuertes presiones al alza sobre los precios a corto plazo se han intensificado desde el último trimestre del 2007. No obstante estas perturbaciones en los precios, la evolución salarial se mantuvo bastante moderada y las expectativas de inflación a medio y a largo plazo permanecieron ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios durante toda esta fase, a pesar del entorno económico favorable y de las tensiones en los mercados de trabajo. Aunque ello ayudó a atenuar las presiones inflacionistas, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo continuaron apuntando claramente al alza. Estos riesgos incluyeron la posibilidad de aumentos adicionales de los precios del petróleo y de los productos agrícolas (en especial a finales del 2006 y en el 2007), de nuevas subidas de los precios administrados y de los impuestos indirectos, por encima de los niveles previstos hasta el momento, y de que las empresas incrementaran su capacidad para fijar precios, particularmente en sectores protegidos contra la competencia. Y lo que es más importante, la probabilidad de que se produjera un crecimiento salarial más acusado de lo previsto y, en concreto, la posible generación de efectos de segunda vuelta en la fijación de salarios y precios como consecuencia del ascenso de los precios de las materias primas y de unas tasas de inflación general elevadas, plantearon considerables riesgos al alza para la estabilidad de precios.

**...mientras que el crecimiento económico mantuvo siguió siendo sostenido y...**

La expansión económica cobró ímpetu en la primera mitad del 2006 y fue adquiriendo paulatinamente un carácter más generalizado y autosostenido, siendo la demanda interna su principal motor. En conjunto, a pesar del impacto del alto nivel de los precios del petróleo y de su volatilidad, el PIB real subió un 2,8% en el 2006, en comparación con un 1,6% en el 2005 y un 2,1% en el 2004. En el 2007, la actividad económica siguió registrando elevadas tasas de expansión. El PIB real creció un 2,7%, impulsado principalmente por la demanda interna. La inversión mantuvo su dinamismo, cimentado en unas condiciones favorables de financiación, unos sólidos beneficios empresariales y una mejora continua de la eficiencia, gracias a las reestructuraciones llevadas a cabo por el sector empresarial durante un prolongado período de tiempo. Sin embargo, en la segunda mitad del 2007, las perspectivas económicas se vieron empañadas por un nivel de incertidumbre inusualmente alto. Esta incertidumbre se originó por la dificultad para determinar el impacto potencial sobre la economía real de las turbulencias financieras que se desataron en agosto. Sin embargo, los fundamentos económicos de la zona del euro mantuvieron su solidez, ya que la rentabilidad empresarial se mantuvo, el crecimiento del empleo fue intenso y la tasa de paro se redujo hasta el 7,4%, el nivel más bajo de los últimos veinticinco años. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinaban, en conjunto, a la baja.

**la expansión monetaria muy vigorosa**

El contraste con el análisis monetario confirmó que permanecían los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. La expansión monetaria y crediticia mantuvo su alto vigor a lo largo de esta fase, favorecida por un persistente y elevado crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado. Desde una perspectiva a medio plazo, el notable dinamismo del crecimiento monetario y crediticio se debió a la prolongación y la persistencia de la tendencia al alza de la tasa subyacente de expansión monetaria observada desde mediados del 2004, lo cual contribuyó a acumular liquidez y, en un entorno de continuo y fuerte crecimiento monetario y crediticio, esta situación apuntaba a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno siguió prestando especial atención a la evolución monetaria, también con vistas a entender mejor la respuesta a más corto plazo de las instituciones financieras, los hogares y las empresas ante las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros en el segundo semestre del 2007. Hasta el momento, ha habido escasos indicios de que dichas turbulencias hayan influido de forma notable en el ritmo general de expansión monetaria y crediticia.

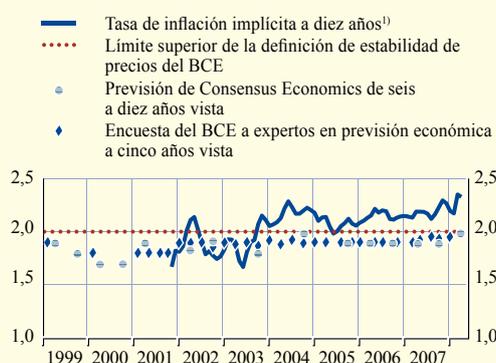
## LA EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE EN TÉRMINOS DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

Durante ya casi una década completa, el euro se ha establecido como una moneda estable, no sólo apreciada por los 320 millones de ciudadanos de los países que actualmente integran la zona del euro, sino también ampliamente aceptada y utilizada en los mercados financieros internacionales (véase capítulo 5). Con una tasa de inflación media interanual medida por el IAPC que se sitúa ligeramente por encima del 2% desde la introducción del euro, los precios han permanecido relativamente estables, muy por debajo de las tasas de inflación medias interanuales que se habían registrado en la mayoría de los países que pertenecían a la zona del euro en las décadas anteriores al comienzo de la Unión Monetaria (véase capítulo 4). En la misma línea, la volatilidad de la inflación ha sido significativamente más baja dentro de la zona del euro que en períodos anteriores.

Además, el BCE ha logrado anclar las expectativas de inflación a largo plazo en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios (véase gráfico 10), como queda reflejado en las medidas de las expectativas de inflación obtenidas de los bonos indicados con la inflación y de las encuestas (Consensus Economics Forecasts y encuesta a expertos en previsión económica del BCE). El firme anclaje de las expectativas de inflación privadas a largo plazo se manifiesta positivamente en el buen funcionamiento de la política monetaria del BCE y en su capacidad para conseguir de forma creíble la estabilidad de precios a medio plazo. La estabilidad de las expectativas de inflación ha sido notable desde entonces, lo cual es incluso más sorprendente en un entorno en el que se han sucedido considerables perturbaciones negativas al alza en los precios durante esa época, destacando especialmente el incremento más o menos continuo de los precios del petróleo en dicho período (desde alrededor de 10 dólares por barril en 1999 hasta un máximo de casi 120 dólares por barril en el 2008), los significativos aumentos de los precios internacionales de los alimentos y, en el ámbito interno, las subidas casi regulares de los impuestos indirectos y los precios administrados importantes en la mayoría de los países de la zona del euro.

En resumen, el Consejo de Gobierno del BCE —basándose en los análisis económicos y monetarios que realiza periódicamente en el contexto de su estrategia de política monetaria orientada hacia el medio plazo— ha logrado lo que se espera que consiga de acuerdo con el mandato establecido en el Tratado, que es la estabilidad de precios a medio plazo para la zona del euro en su conjunto.

Gráfico 10 Expectativas de inflación a largo plazo



Fuentes: Consensus Economics y BCE.

1) Las tasas de inflación implícita que se derivan de los bonos indicados con la inflación recogen, principalmente, las expectativas de inflación del mercado y las primas de riesgo de inflación.

Al evitar ajustes frecuentes en la orientación de la política monetaria del BCE, ésta no se ha convertido en una fuente de incertidumbre en un entorno económico que ya es, de por sí, incierto y, sin duda, ha contribuido a estabilizar las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

### TRANSPARENCIA, RENDICIÓN DE CUENTAS Y COMUNICACIÓN

Para que su política monetaria sea efectiva, el BCE ha hecho gran hincapié, desde el principio, en comunicar sus actuaciones y el fundamento económico de sus decisiones, de forma transparente y oportuna, a los participantes en los merca-

El euro – una moneda estable

Anclaje sostenido de las expectativas de inflación...

...mediante una orientación hacia el medio plazo...

...y claridad en la comunicación

Una mayor  
transparencia aumenta  
la eficacia  
de la política  
monetaria ...

...mejora su previsibilidad y...

dos financieros y al público en general. Esta forma de proceder ha contribuido a anclar las expectativas de inflación, incluso en momentos en los que tienden a subir.

En conjunto, la combinación de comunicación y un proceso claro de toma de decisiones ha ayudado al público a entender mejor las decisiones de política monetaria del BCE en el contexto de su estrategia anunciada públicamente. Asimismo, ha contribuido a que los mercados financieros comprendan mejor el patrón sistemático de las respuestas de la política monetaria del BCE a las perturbaciones y cambios económicos, y, por tanto, a anticipar mejor la orientación general de la política monetaria a medio plazo, haciendo así que sus decisiones en este ámbito sean más previsibles.

En la actualidad se considera que la transparencia es un aspecto importante de los bancos centrales modernos, dado que contribuye a aumentar la credibilidad y la efectividad de la política monetaria de diversas formas. En primer lugar, la transparencia en relación con los objetivos de la política monetaria y la forma en que el banco central está cumpliéndolos ayuda a cualquier banco central a fomentar su credibilidad. Ello, a su vez, mejorará su capacidad para dirigir las expectativas de inflación a largo plazo y, por tanto, para influir en la fijación de precios y de salarios de forma compatible con la estabilidad de precios. En otras palabras, una política monetaria creíble puede garantizar que los inevitables efectos de primera vuelta procedentes de los incrementos de los precios (por ejemplo, del petróleo) no generen efectos de segunda vuelta sobre los salarios y los precios, provocando, en última instancia, una subida general de la inflación.

Además, la transparencia en relación con la estrategia de política monetaria del banco central y con la evaluación de la situación económica mejora la capacidad de los participantes en los mercados financieros para anticiparse al rumbo futuro de la política monetaria, lo cual, a su vez, contribuye a reducir la volatilidad de los mercados financieros y aumenta la influencia del banco central sobre los tipos de interés a largo plazo. Por último, un compromiso firme con la transparencia impone autodisciplina a los responsables de formular las políticas, garantizando que sus decisiones y explicaciones sean acordes y coherentes con el mandato que han recibido.

La capacidad de los mercados financieros para predecir las decisiones de política monetaria ha aumentado, en general, a lo largo de la última década<sup>7</sup>. Esta evolución respalda la tesis de que el enfoque de transparencia de la política monetaria adoptado por los bancos centrales a escala mundial ha mejorado el entendimiento de dicha política por parte de los mercados. El hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo se hayan estabilizado en un nivel sin precedentes en los distintos países en la última década sugiere que la transparencia ha contribuido también a anclar dichas expectativas.

El banco central se enfrenta al dilema entre exhaustividad y claridad de la comunicación, ya que no será posible ofrecer una descripción completamente exhaustiva de todos los elementos y aspectos relevantes del proceso de formulación de la política monetaria y que, al mismo tiempo, dicha información sea clara. Asimismo, la transparencia es algo más que la mera publicación de información, ya que por sí misma no se traduce en un entendimiento mejor de la política monetaria. Hay que transmitir la información a la opinión pública con efectividad para aumentar la eficacia global de la política monetaria. Por tanto, para que la transparencia sea máxima, los bancos centrales necesitan una estrategia de comunicación efectiva, cuyo objetivo sea asegurar que la información necesaria para que la opinión pública entienda la política monetaria se difunda de forma oportuna y abierta, pero también clara y sin ambigüedades, adaptándose a los distintos entornos y audiencias, que abarcan desde el público en general hasta los participantes en los mercados financieros.

<sup>7</sup> En T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, «The predictability of monetary policy», Occasional Paper n.º 83 del BCE, 2008, se facilita un estudio de la literatura empírica sobre la previsibilidad de la política monetaria.

Los elementos clave de la estrategia de política monetaria aumentan la transparencia y la rendición de cuentas frente al público en general. La definición cuantitativa de estabilidad de precios en términos de incremento interanual del IAPC proporciona una referencia clara, que permite a la opinión pública exigir responsabilidades al BCE, al tiempo que ayuda a anclar las expectativas de los mercados. El enfoque basado en dos pilares establece un marco claro para la toma de decisiones a escala interna y para la comunicación externa. Por último, el BCE comparte con el público en general la información intercambiada en el Consejo de Gobierno y explica con gran detalle los argumentos económicos en los que se basan las decisiones de política.

...favorece la rendición  
de cuentas

La comunicación también debe ser indicativa de la complejidad e incertidumbre que rodean al entorno económico, en constante evolución, en el que debe operar la política monetaria. La comunicación externa de la estrategia de política monetaria hace especial hincapié en reflejar fielmente este entorno. Teniendo en cuenta los efectos de las diversas perturbaciones imprevistas que pueden azotar a la economía y que el desfase con el que las decisiones de política monetaria se transmiten a los precios es amplio y variable, resulta difícil predecir el momento exacto, y a veces incluso la orientación, de una decisión sobre tipos de interés. Mediante el anuncio público de su estrategia de política monetaria y la comunicación transparente de su análisis periódico de la evolución económica, el BCE ha conseguido un alto grado de previsibilidad, con el consiguiente aumento de efectividad de la política monetaria (véase recuadro 2).

En el contexto de la tendencia mundial hacia unas comunicaciones más detalladas y transparentes por parte de los bancos centrales, los elementos clave de la estrategia de comunicación del BCE, especialmente los comunicados preliminares de su conferencia de prensa mensual, que explican sus decisiones casi en tiempo real, han comenzado a divulgar más información en tiempo real.

#### Recuadro 2

#### PRINCIPALES INSTRUMENTOS Y CANALES DE COMUNICACIÓN UTILIZADOS POR EL BCE

El comunicado preliminar es el elemento central de las conferencias de prensa mensuales del presidente y el vicepresidente, que tienen lugar inmediatamente después de la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno. Presentado en esta ocasión por el presidente en nombre del Consejo de Gobierno, el comunicado preliminar proporciona un resumen exhaustivo y puntual de la valoración de la evolución económica y monetaria, así como de la orientación de la política monetaria, y su estructura refleja la estrategia de política monetaria del BCE. La conferencia de prensa mensual incluye una sesión de preguntas y respuestas a la que asisten representantes de diversos medios de comunicación de países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro, y constituye una plataforma para explicar, imparcial y puntualmente, las decisiones de política monetaria a la opinión pública. La conferencia de prensa es, por tanto, un medio eficaz de presentar y explicar, de forma muy puntual, los debates que se producen en el seno del Consejo de Gobierno y el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

Además de la conferencia de prensa mensual, el Boletín Mensual es otro importante canal de comunicación del BCE. El Boletín Mensual proporciona a la opinión pública y a los mercados financieros un análisis detallado y completo del entorno económico y de la evolución monetaria. Suele publicarse una semana después de la reunión del Consejo de Gobierno e incluye información utilizada por éste al adoptar sus decisiones de política monetaria. El Boletín Mensual también contiene artículos que facilitan información sobre la evolución a largo plazo, sobre temas generales o sobre las herramientas de análisis utilizadas por el Eurosistema en el marco de su estrategia de política monetaria.

Por otra parte, el presidente del BCE comparece en cuatro ocasiones al año ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo para explicar las decisiones de política monetaria del BCE, y responde a las preguntas planteadas por sus miembros. Las reuniones de la Comisión son públicas y las transcripciones de las declaraciones del presidente se publican a continuación en las direcciones del Parlamento Europeo y del BCE en Internet. Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE también comparecen ante la Comisión.

Los miembros del Consejo de Gobierno se dirigen a grupos de destinatarios muy diversos a través de distintas actividades públicas. Asimismo, los discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo y las entrevistas concedidas por los miembros del Consejo de Gobierno son vehículos importantes para explicar los criterios del BCE a la opinión pública.

### 3.3 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario desempeñan un papel importante en la transmisión de la política monetaria. Mediante el control de dichos tipos, la política monetaria ejerce una influencia significativa sobre los tipos de interés de mercado y, a través de distintos canales, sobre las decisiones de gasto de las empresas y los hogares, sobre la evolución monetaria y, en última instancia, sobre el nivel general de precios. En esta sección se explica cómo aplica el BCE sus decisiones de política monetaria, controlando los tipos de interés en los plazos más cortos del mercado monetario, y se destacan los principales retos a los que se ha enfrentado el Eurosistema en la aplicación de las decisiones de política monetaria desde la introducción del euro.

#### SEPARACIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

Para entender la gestión de liquidez que realiza el BCE, conviene separar la determinación de la orientación de la política monetaria de su aplicación efectiva. Como se explica en la sección 3.1, la estrategia de política monetaria proporciona una estructura para la información relevante sobre la economía, en función de la cual se adoptan las decisiones de política monetaria. En efecto, basándose en sus análisis económicos y monetarios periódicos, el Consejo de Gobierno decide el nivel en el que deben fijarse los tipos de interés oficiales del BCE para alcanzar mejor el objetivo de estabilidad de precios. El Comité Ejecutivo del BCE es el responsable de instrumentar estas decisiones de política monetaria, que se aplican dirigiendo los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario hacia el nivel de tipos de interés decidido por el Consejo de Gobierno. La fijación de los tipos de interés oficiales del BCE y su comunicación desempeñan ciertamente un papel esencial a la hora de orientar a los participantes en los mercados. Sin embargo, ello no es suficiente, por sí solo, para homogeneizar los tipos de interés de mercado con los tipos de interés oficiales del BCE. El control de los tipos de interés a corto plazo también se consigue, de hecho, mediante la gestión de liquidez que realiza el Eurosistema con el respaldo de su marco operativo.

El marco operativo contiene el conjunto de instrumentos y procedimientos de los que se sirve el Eurosistema para aplicar efectivamente las decisiones de política monetaria, es decir, para controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Otro factor decisivo para influir en los tipos del mercado monetario es que, en general, el sistema bancario de la zona del euro necesita liquidez y, por tanto, depende de la financiación facilitada por el Eurosistema. En este entorno, el Eurosistema actúa como proveedor de liquidez para las entidades de crédito, a través de sus operaciones de mercado abierto, y, de esta forma, gestiona el volumen de liquidez disponible en el sector bancario de la zona del euro, con

Fijación de los tipos  
de interés oficiales  
del BCE

Gestión de la liquidez

el fin de establecer una situación de liquidez equilibrada y de acercar lo más posible los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario al nivel de tipos de interés decidido por el Consejo de Gobierno.

Para resumir, el Eurosistema establece una clara distinción entre, por una parte, la decisión del Consejo de Gobierno sobre la política monetaria del BCE y, por otra, la aplicación de esta decisión a través de los instrumentos correspondientes. La clara separación entre la decisión sobre la orientación de la política monetaria y su instrumentación reduce el riesgo de que los agentes económicos puedan, de forma equivocada, percibir que la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, generada por fluctuaciones de carácter transitorio y no previsible en la oferta y la demanda de liquidez, sean señales de la política monetaria del Eurosistema. Esta separación ha sido especialmente importante durante las turbulencias de los mercados financieros que comenzaron a principios de agosto del 2007, cuando los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario presentaron una alta volatilidad en algunos momentos.

#### EL MARCO OPERATIVO PARA LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El marco operativo del Eurosistema para la instrumentación de la política monetaria se basa en los principios establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad 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 (...)».

Para determinar el diseño del marco operativo también se formularon otros «principios generales». El más importante es el principio de la eficiencia operativa, que puede definirse como la capacidad del marco para transmitir las decisiones de política monetaria a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor precisión y rapidez posibles. Otros principios importantes 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. Otro principio se refiere a la descentralización de la instrumentación de la política monetaria, encargándose normalmente los BCN de efectuar las operaciones de política monetaria. Por último, el marco operativo debe aplicar los principios de sencillez, transparencia, seguridad y eficiencia en los costes.

Para dirigir los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario hacia el nivel establecido por el Consejo de Gobierno, el BCE y el Eurosistema se sirven de tres instrumentos: (1) exigencias de reservas mínimas; (2) operaciones de mercado abierto; y (3) facilidades permanentes. Estos instrumentos influyen en el volumen de liquidez disponible en el sector bancario de la zona del euro, que a su vez incide en el nivel de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario<sup>8</sup>. En este contexto, el Eurosistema actúa como proveedor de liquidez y, a través de su marco operativo, ayuda a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades de liquidez de forma fluida y bien organizada.

(1) Las entidades de crédito necesitan un volumen determinado de liquidez para satisfacer las necesidades derivadas de los denominados «factores autónomos de liquidez». Dentro de estos factores se incluyen partidas del balance del Eurosistema que no están relacionadas con los instrumentos de política monetaria<sup>9</sup>. El factor autónomo más importante son los billetes en circulación. Además, las entidades de crédito necesitan liquidez para cumplir sus exigencias de reservas, ya que están obligadas a mantener unas reservas mínimas en el Eurosistema. Las exigencias de reservas mínimas crean una demanda es-

Separación entre  
la orientación  
de la política monetaria  
y su instrumentación

Los principios  
que rigen  
el marco operativo

Tres instrumentos  
para controlar  
los tipos de interés

Las necesidades de liquidez  
de las entidades de crédito  
y las exigencias  
de reservas mínimas

<sup>8</sup> Para una panorámica completa del marco de política monetaria del Eurosistema, véase la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro», en su versión modificada de septiembre del 2007.

<sup>9</sup> Véanse también los artículos titulados «La gestión de la liquidez del BCE» y «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», en los Boletines Mensuales de mayo del 2002 y de enero del 2008, respectivamente.

tructural de liquidez por parte del sector bancario de la zona del euro. Las reservas obligatorias de cada entidad se determinan en función de su balance. En la actualidad, existen alrededor de 6.000 entidades de crédito sujetas a las exigencias de reservas mínimas. Las necesidades totales de liquidez del sector bancario de la zona del euro ascienden, en promedio, a unos 450 mm de euros, aproximadamente. Las reservas mínimas diarias agregadas representan actualmente en torno a la mitad de este importe.

La función principal del sistema de reservas mínimas es la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario. De hecho, las exigencias de reservas deben cumplirse en promedio durante el período de mantenimiento, que es el período para el cual se calcula el importe de las exigencias de reservas mínimas que las entidades de crédito han de satisfacer. El período de mantenimiento suele comenzar el martes siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en el que se prevé efectuar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El mecanismo de promedios implica que mantener reservas un día concreto del período de mantenimiento equivale, en principio, a mantener reservas cualquier otro día de dicho período, lo cual significa que está permitido que las reservas fluctúen de un día para otro, y que se suavizan las fluctuaciones diarias de la liquidez. Las reservas mínimas no suponen un coste para el sector bancario, ya que son remuneradas por el Eurosistema al tipo marginal medio de la operación principal de financiación durante el período de mantenimiento.

(2) Las operaciones de mercado abierto desempeñan el papel más importante a efectos de gestionar la situación de liquidez del sector bancario de la zona del euro y controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Estas operaciones se llevan a cabo de forma descentralizada, pues el BCE coordina las operaciones, pero son los BCN quienes las ejecutan.

El Eurosistema ha utilizado tres tipos de operaciones: (i) operaciones principales de financiación (OPF), (ii) operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y (iii) operaciones de ajuste (OA) (véase cuadro 1).

Mediante las OPF y las OFPML, el Eurosistema presta fondos a las entidades de crédito, siempre durante un período de tiempo corto y determinado, contra la entrega de activos de garantía para proteger al Eurosistema de posibles riesgos financieros (véase recuadro 3). En términos medios diarios, el Eurosistema presta un total de 450 mm de euros, aproximadamente, al sector bancario de la zona del euro a través de sus operaciones de mercado abierto. El volumen de las operaciones del Eurosistema es mucho mayor que el de las operaciones de los otros bancos centrales principales.

Cuadro 1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipos de operación		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
<b>Operaciones de mercado abierto</b>				
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal
Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales	Depósitos a plazo fijo	Sin normalizar	No regular
<b>Facilidades permanentes</b>				
Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales		Un día	Acceso a discreción de entidades de contrapartida
Facilidad de depósito		Depósitos	Un día	Acceso a discreción de entidades de contrapartida

Las OPF y las OFPML son operaciones regulares. Las primeras se ejecutan cada semana mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja y vencimiento a una semana. En una subasta a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja, las entidades pueden presentar pujas con varios tipos de interés, equivalentes o superiores al tipo mínimo de puja previamente anunciado. 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, que es el tipo marginal, la adjudicación se efectúa por prorrateo entre las pujas. Las OFPML se llevan a cabo con periodicidad mensual, en forma de subastas simples a tipo variable con vencimiento a tres meses. A diferencia de las OPF, el volumen de liquidez proporcionado mediante las OFPML se fija con antelación. En estas operaciones, el Eurosistema actúa como aceptante de tipos de interés. En las OPF y las OFPML pueden participar alrededor de 1.700 entidades de crédito, un número bastante elevado de por sí, y también si se compara con el marco operativo de los otros bancos centrales principales.

Las operaciones de ajuste (OA) no son un instrumento periódico para inyectar o absorber liquidez, sino que se ejecutan cuando resulta necesario. Para que puedan realizarse de forma flexible y rápida, no tienen ni vencimiento y ni periodicidad normalizados, sino que pueden adaptarse a cualquier situación específica. Dado que en las OA es necesario que las subastas sean rápidas (generalmente en los 90 minutos siguientes al anuncio de la operación), sólo puede participar un número limitado de entidades de crédito (actualmente, alrededor de 130). Las OA tienen por objeto suavizar los efectos de las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el sector bancario en los tipos de interés.

(3) El Eurosistema también ofrece dos tipos de facilidades permanentes a las entidades de crédito: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito (véase cuadro 1). Estas facilidades forman una banda de fluctuación (generalmente, de  $\pm 100$  puntos básicos) alrededor del tipo mínimo de puja, limitando así la volatilidad del tipo de interés a un día (es decir, el tipo de interés a corto plazo del mercado monetario). La facilidad marginal de crédito constituye el límite superior de la banda y las entidades de crédito pueden recurrir a ella para obtener liquidez a un día, a cambio de garantías admitidas. La facilidad de depósito constituye el límite inferior de la banda y las entidades pueden utilizarla para realizar depósitos a un día en el Eurosistema.

### INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

Desde la introducción del euro, el marco operativo del Eurosistema para la instrumentación de la política monetaria ha funcionado correctamente. Se ha conseguido el principal objetivo operativo, que es controlar los tipos de interés a plazos muy cortos del mercado monetario, manteniéndolos en niveles cercanos al tipo mínimo de puja de las OPF (determinado por el Consejo de Gobierno). Además, el

Las facilidades permanentes constituyen una banda de fluctuación para los tipos de interés a corto plazo

El marco operativo del Eurosistema ha funcionado bien

#### Recuadro 3

#### EL SISTEMA DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

Siguiendo las prácticas de los bancos centrales de todo el mundo, las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema han de efectuarse con activos de garantía adecuados, para evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas. Al mismo tiempo, el sistema de activos de garantía tiene que asegurar que una gran diversidad de entidades de crédito cuente con suficientes garantías, a fin de que el Eurosistema pueda proporcionar la liquidez que considere necesaria. A estos efectos, el Eurosiste-

ma acepta una extensa gama de activos como garantía<sup>1</sup>. Esta característica del sistema de activos de garantía del Eurosistema le ha valido últimamente un amplio reconocimiento, ya que ha desarrollado una acción estabilizadora en la época reciente de turbulencias de los mercados financieros, al asegurar que las entidades de crédito pudiesen disponer de suficientes activos de garantía para tener acceso a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema. En este recuadro se ofrece una breve panorámica del sistema de activos de garantía del Eurosistema y de las principales mejoras realizadas en los últimos nueve años y medio.

En 1998, para asegurar una transición fluida a la Unión Monetaria, se adoptó un «sistema de activos de garantía de dos listas», mediante el cual los activos admitidos se dividieron en dos grupos, es decir, dos «listas», para tener en cuenta las diferencias existentes entre las estructuras financieras de los distintos Estados miembros al inicio de la UEM. La lista «uno» incluía los instrumentos de renta fija negociables que cumplían los criterios de selección establecidos para el conjunto de la zona del euro, mientras que la lista «dos» comprendía activos que se consideraban de particular importancia para determinados mercados financieros y sistemas bancarios nacionales y que sólo cumplían los criterios de selección nacionales. En principio, todos los activos podían utilizarse de forma transfronteriza en la zona. Este sistema cumplió el objetivo del Eurosistema y tuvo también la capacidad necesaria para hacer frente al considerable aumento temporal de la demanda de activos de garantía que se produce en momentos de tensión en los mercados (por ejemplo, con el cambio de milenio).

Sin embargo, el sistema de dos listas presentaba también inconvenientes. Por ejemplo, el hecho de que determinadas categorías de activos estuviesen admitidos en algunos países, y no en otros, podía menoscabar la igualdad de condiciones en la zona del euro, que es un principio importante del marco de política monetaria del Eurosistema. Así pues, y como resultado de dos consultas públicas (realizadas en junio del 2003 y mayo del 2004), el Eurosistema decidió adoptar un sistema único de activos de garantía (denominado «lista única»), común a todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema. El objetivo de establecer una lista única era potenciar la eficiencia del sistema de activos de garantía. La lista única se implantó en dos fases. En la primera fase, que concluyó en mayo del 2005, se introdujeron algunas modificaciones relacionadas con los activos negociables<sup>2</sup>. En la segunda fase, que entró en vigor en enero del 2007, los activos no negociables y, en particular, los créditos (es decir, los préstamos bancarios) pasaron a ser admitidos como activos de garantía en todos los países de la zona del euro. Sin embargo, debido a cuestiones técnicas que determinan los plazos de ejecución, no se aplicará un régimen totalmente unificado a los préstamos bancarios hasta enero del 2012<sup>3</sup>.

1 Véase el capítulo 6 de la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro», en su versión modificada de septiembre del 2007, en la que se describen en detalle los criterios de selección y las medidas de control de riesgos de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema.

2 Estas modificaciones comprendían (i) la eliminación de las acciones de la lista de activos admitidos, (ii) la especificación de los mercados no regulados admitidos por el Eurosistema a efectos de gestión de los activos de garantía, (iii) el perfeccionamiento del criterio relativo a los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito y (iv) la introducción de instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos por entidades radicadas en países del G10 que no forman parte del Espacio Económico Europeo.

3 Se necesita un largo plazo de ejecución para desarrollar sistemas operativos y procedimientos que permitan la valoración, la evaluación y la movilización de los préstamos bancarios, dado que éstos difieren de los instrumentos negociables en varios aspectos importantes. Debido a su diversidad, los préstamos bancarios no están normalizados y no disponen de una documentación uniforme; habitualmente, no reciben una calificación crediticia por parte de agencias especializadas y carecen de fuentes externas de precios; pueden estar sometidos a la prohibición legal de venta a terceros; y la existencia continuada de un determinado préstamo no se puede comprobar con facilidad. En el 2006, el Eurosistema creó un sistema de evaluación del crédito (ECAAF) para permitir que fuentes adicionales de evaluación de la calidad del crédito, distintas de las agencias de calificación, pudiesen examinar las nuevas clases de activos incluidos en la lista única.

La aceptación de diversas categorías de activos de garantía para las operaciones de crédito con el Eurosistema ha supuesto que no sea posible aplicar un conjunto uniforme de criterios de selección a todas las categorías. Por tanto se aplican, en general, dos tipos de criterios de selección y de medidas de control de riesgos<sup>4</sup>, uno en relación con los activos negociables y otro en relación con los activos no negociables. Sin embargo, ambos tipos de criterios aseguran un grado comparable de protección del Eurosistema frente a riesgos. Únicamente se aceptan como garantía los activos de elevada calidad crediticia. Dado que los criterios de selección de los activos negociables han conservado un carácter suficientemente general, el sistema de activos de garantía ha mantenido su capacidad de respuesta a las innovaciones de los mercados y sigue la evolución de éstos. A medida que los mercados financieros vayan evolucionando, se continuarán definiendo, también en el futuro, nuevas mejoras de los criterios de selección y de las medidas de control de riesgos.

El volumen medio de activos de garantía admitidos aumentó, desde unos 5,5 billones de euros en el año 1999, hasta 9,5 billones de euros en el 2007, lo que supone un incremento del 73%. Por lo que se refiere a la composición de los activos de garantía, la deuda de las Administraciones Públicas representó el 49% del total; los bonos garantizados (covered bonds) y los bonos simples de las entidades de crédito, el 12% y el 17%, respectivamente; las obligaciones de empresas, el 9%; los bonos de titulización, el 8%; y otros bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales, el 4%. Aproximadamente el 12% del total de estos activos admitidos, es decir, 1,1 billones de euros, fue depositado en el Eurosistema en el 2007. La composición del conjunto de activos de garantía depositados difiere de la composición de los mercados de deuda de la zona del euro, ya que las entidades de crédito tienden a depositar activos de garantía menos líquidos en las operaciones de crédito con el Eurosistema. El volumen medio de los créditos bancarios representó el 10% del total de activos utilizados como garantía en el 2007. Sin embargo, todavía no se han aprovechado todas las posibilidades ofrecidas por esta fuente adicional de activos de garantía, dado que la gama de créditos bancarios cuya calidad crediticia podría evaluarse está creciendo gradualmente. El uso transfronterizo de activos de garantía, por el que una entidad de contrapartida de un determinado país de la zona del euro utiliza activos de garantía originados en otro país de la zona, es un buen indicador de los avances realizados en la integración de los mercados financieros. En el 2007, el 51% de los activos de garantía se utilizaron de forma transfronteriza, frente al 12% en 1999.

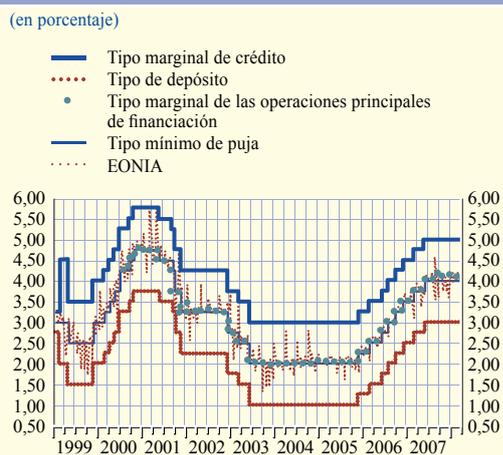
4 Las medidas de control de riesgos se aplican a los activos de garantía de las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema, con el fin de protegerle frente al riesgo de pérdida financiera en caso de que sea necesario realizar los activos de garantía correspondientes, como consecuencia del impago de una entidad de crédito. El Eurosistema aplica un requisito de calificación mínima para todos los tipos de emisores y activos equivalente a «A», que es la referencia de elevada calificación crediticia definida por el Eurosistema. Para más información, véase la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro», en su versión modificada de septiembre del 2007.

marco operativo ha demostrado su solidez y resistencia, incluso ante retos excepcionales, como el cambio de milenio, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 o las recientes turbulencias de los mercados financieros del 2007/2008. El Eurosistema no ha tenido que recurrir a medidas extraordinarias que no estuvieran previstas en su marco operativo en ninguno de estos casos.

El gráfico 11 muestra que el tipo de interés de mercado a un día (el EONIA)<sup>10</sup> se ha mantenido, por lo general, próximo al tipo mínimo de puja y que los tipos de interés de las facilidades permanentes han proporcionado un límite superior y otro inferior al EONIA. Las fluctuaciones observadas en el gráfico

10 El EONIA es el índice medio del tipo del euro a un día y es una medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día.

**Gráfico 11 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA desde enero de 1999**



Fuente: BCE.  
 Nota: El tipo de las OPF se refiere, para las operaciones que se liquidaron antes del 28 de junio de 2000, al tipo aplicable en las subastas a tipo fijo. Para las operaciones liquidadas con posterioridad a esa fecha, el tipo se refiere al tipo mínimo de puja aplicable a las subastas a tipo variable.

**Gráfico 12 Evolución del porcentaje de adjudicación, enero 1999 - noviembre 2006**



Fuente: BCE.

reflejan, en gran medida, situaciones transitorias de escasez o abundancia de liquidez en el mercado monetario. La eficiencia del marco de política monetaria del Eurosistema ha creado, hasta cierto punto, un ejemplo y ha inspirado a los bancos centrales para crear un sistema de bandas de fluctuación.

Los ajustes introducidos desde 1999 han sido, sin duda, decisivos para favorecer el buen funcionamiento del marco operativo. En los últimos nueve años y medio, el marco se ha ajustado en tres ocasiones.

En junio del 2000 se introdujo el procedimiento de subastas a tipo de interés variable para sustituir a las subastas a tipo de interés fijo que se habían utilizado al principio de la Unión Monetaria. Este ajuste no constituyó, en sí mismo, un cambio del marco operativo, ya que el marco contempla las subastas a tipo variable y a tipo fijo. El cambio al procedimiento de subastas a tipo de interés variable surgió como consecuencia de las «sobrepujas» de las entidades de crédito en las operaciones del Eurosistema, que se habían acentuado especialmente durante la primera mitad del 2000. La situación de sobrepujas es aquella en la que las entidades de crédito presentan pujas elevadas y cada vez más altas en las OPF. En estos casos, la relación entre el volumen de adjudicación y el de las pujas cae a un nivel muy bajo (véase gráfico 12). Las sobrepujas se produjeron en épocas en las que las entidades esperaban que subieran los tipos de interés oficiales del BCE en el período de mantenimiento en curso. De hecho, ante la expectativa de un incremento de los tipos de interés, el tipo de mercado a un día ascendía al nivel esperado, es decir, por encima del tipo fijo aplicado en la OPF<sup>11</sup>. Entonces, las entidades tenían un incentivo especialmente poderoso para obtener financiación mediante la OPF y, por tanto, para sobrepujar.

El 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cambiar las subastas a tipo de interés fijo por las subastas a tipo de interés variable para las OPF, con fecha efectiva el 28 de junio. Asimismo, decidió establecer un tipo mínimo de puja para estas operaciones con el fin de señalar la orientación de su política

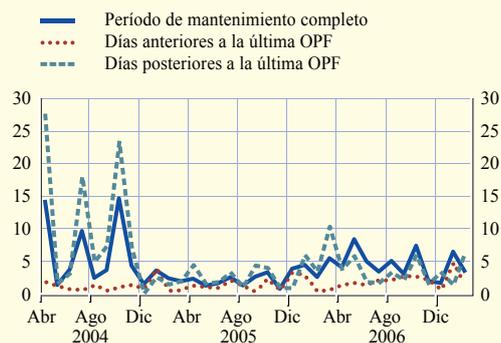
11 En el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, el BCE determina previamente el tipo de interés y las entidades de crédito participantes solicitan los fondos que desean obtener al tipo de interés fijado, efectuándose la adjudicación por prorrateo entre las pujas.

Ajustes  
en el marco operativo

Cambio al procedimiento  
de subastas a tipo  
de interés variable

**Gráfico 13** Desviación típica del EONIA por período de mantenimiento (diaria), abril 2004 - enero 2007

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

ocasiones. De hecho, ante la expectativa de un recorte de los tipos de interés en el período de mantenimiento en curso, el tipo de mercado a un día descendía al nivel esperado, es decir, por debajo del tipo mínimo de puja. Por tanto, se reducía el incentivo de las entidades de crédito para obtener fondos mediante las OPF.

Con el fin de evitar que las expectativas de variaciones de los tipos de interés oficiales del BCE afectaran a las pujas de las entidades de crédito en el período de mantenimiento en curso, en enero del 2003 el Consejo de Gobierno decidió implantar dos cambios en su marco operativo, que entraron en vigor en marzo del 2004. El primer cambio modificó el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas para que éstos comenzaran siempre después de la reunión del Consejo de Gobierno en la que estuviera previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. De esta forma, se hicieron coincidir los cambios en los tipos de las facilidades permanentes con el inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas. El segundo cambio se refería al plazo de las OPF, que se redujo de dos semanas a una para que no estuvieran a caballo de dos períodos de mantenimiento. Estas modificaciones se aplicaron sin problemas y las entidades de crédito adaptaron con rapidez su comportamiento a la hora de presentar pujas.

Por último, como consecuencia de la adaptación de las fechas del período de mantenimiento al calendario de la reunión del Consejo de Gobierno, el tiempo medio transcurrido entre la última OPF de un período de mantenimiento de reservas y el último día de dicho período se amplió a seis días hábiles (antes de marzo del 2004, había variado entre uno y seis días). Un efecto secundario de esta medida fue la aparición ocasional de grandes desequilibrios de liquidez al final de los períodos de mantenimiento, que elevaron, en cierta medida, la volatilidad de los tipos de interés de mercado a un día. En respuesta a esta situación, desde octubre del 2004, el BCE ha contrarrestado con más frecuencia los grandes desequilibrios de liquidez que se generaban al final de los períodos de mantenimiento llevando a cabo una operación de ajuste el último día del período correspondiente, con lo que ha conseguido reducir la volatilidad de los tipos de interés observada a veces en la última semana del período de mantenimiento (véase gráfico 13).

El período reciente de turbulencias en los mercados financieros, que comenzaron en agosto del 2007, cuando la crisis de los segmentos de alto riesgo del mercado hipotecario de Estados Unidos se extendió al mercado monetario de la zona del euro, constituye el reto más grande para el marco operativo del Eurosistema hasta la fecha. En este episodio de turbulencias, el marco operativo siguió funcionando correctamente, y mantuvo la capacidad para controlar el tipo de interés a un día (véase gráfico 11).

monetaria. El tipo mínimo de puja asumiría el papel desempeñado por el tipo aplicado en las subastas a tipo de interés fijo. El nuevo procedimiento resolvió inmediatamente el problema de las sobrepujas.

En segundo lugar, el cambio al procedimiento de subastas a tipo de interés variable no protegió al Eurosistema de la «insuficiencia de pujas», que es una situación en la que el total de pujas presentadas por las entidades de crédito es inferior al volumen de adjudicación previsto. En este caso, las entidades se enfrentan al riesgo de que se les agote la liquidez al final del período de mantenimiento y, por tanto, tienen que recurrir a la facilidad marginal de crédito, haciendo que aumente el tipo de interés de mercado a un día. Desde el 2001, en un entorno en el que se esperaba que se redujeran los tipos de interés oficiales del BCE, hubo insuficiencia de pujas en ocho

**Cambios estructurales  
de marzo del 2004**

**Operaciones de ajuste  
más frecuentes al final  
del período de mantenimiento**

**Las recientes turbulencias  
financieras ponen  
a prueba el marco operativo**

Para controlar el tipo de interés a un día, manteniéndolo próximo al tipo mínimo de puja, el BCE aplicó cuatro clases de medidas ante la aparición de las turbulencias financieras<sup>12</sup>.

En primer lugar, se cambió el momento de inyectar liquidez durante el período de mantenimiento mediante las OPF y las OA. Con anterioridad a las turbulencias, el BCE solía proporcionar liquidez gradualmente a lo largo del período de mantenimiento, pero desde el comienzo de la reciente volatilidad de los mercados financieros ha aumentado el volumen de liquidez suministrada al inicio del período de mantenimiento, permitiendo así a las entidades de crédito cumplir con la mayor parte de sus exigencias de reservas mínimas en una etapa relativamente temprana de dicho período. Sin embargo, la liquidez total inyectada no ha variado: el Eurosistema sigue teniendo como objetivo proporcionar el volumen de liquidez que permita a las entidades satisfacer exactamente sus exigencias de reservas.

En segundo lugar, se aumentó la proporción de financiación facilitada por el Eurosistema a través de las OFPML, reduciéndose en el mismo porcentaje la financiación concedida mediante las OPF a una semana. Esta medida ha servido para alargar el vencimiento medio de las operaciones de política monetaria vivas.

En tercer lugar, en algunas ocasiones se han utilizado procedimientos especiales de subasta, con adjudicación de la totalidad del importe, en particular para aliviar las tensiones de los mercados en torno al final del año. Estos procedimientos permitieron al mercado determinar el volumen de adjudicación exacto en circunstancias en las que era difícil evaluar la demanda de liquidez y resultaba necesario realizar operaciones de ajuste para absorber el exceso de liquidez resultante.

Estas tres clases de medidas han permitido al BCE mantener el control sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Ninguna de ellas requería un cambio estructural del marco operativo del Eurosistema para la aplicación de la política monetaria. Tampoco hacían necesario modificar el sistema de activos de garantía, que se considera que ha desempeñado un papel de apoyo importante para el funcionamiento del mercado monetario.

Por último, el BCE estableció un acuerdo de divisas (línea swap) con la Reserva Federal en relación con la operación de financiación a plazo en dólares (Term Auction Facility) de esta última institución. El BCE realizó una serie de operaciones de este tipo mediante las cuales proporcionó liquidez en dólares, por cuenta de la Reserva Federal, a las entidades de crédito de la zona del euro.

A modo de conclusión, el marco operativo del Eurosistema para la instrumentación de la política monetaria ha demostrado ser efectivo y resistente, gracias a su diseño flexible y a la amplia gama de instrumentos y procedimientos con los que cuenta.

En relación con la aplicación de la política monetaria, debe señalarse que, al controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, la política monetaria ejerce una influencia significativa sobre los tipos de mercado y, a través de diversos canales, sobre las decisiones de gasto y de inversión, sobre la evolución monetaria y, en última instancia, sobre la evolución del nivel de precios. El proceso a través del cual las decisiones de política monetaria influyen en la economía en general, y en los niveles de precios en particular, se denomina mecanismo de transmisión de la política monetaria. Este proceso es complejo, puede variar con el tiempo y podría presentar diferencias entre las distintas economías. En el recuadro 4 se ofrece alguna evidencia empírica para la zona del euro.

12 Véase también el artículo titulado «Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

Recuadro 4

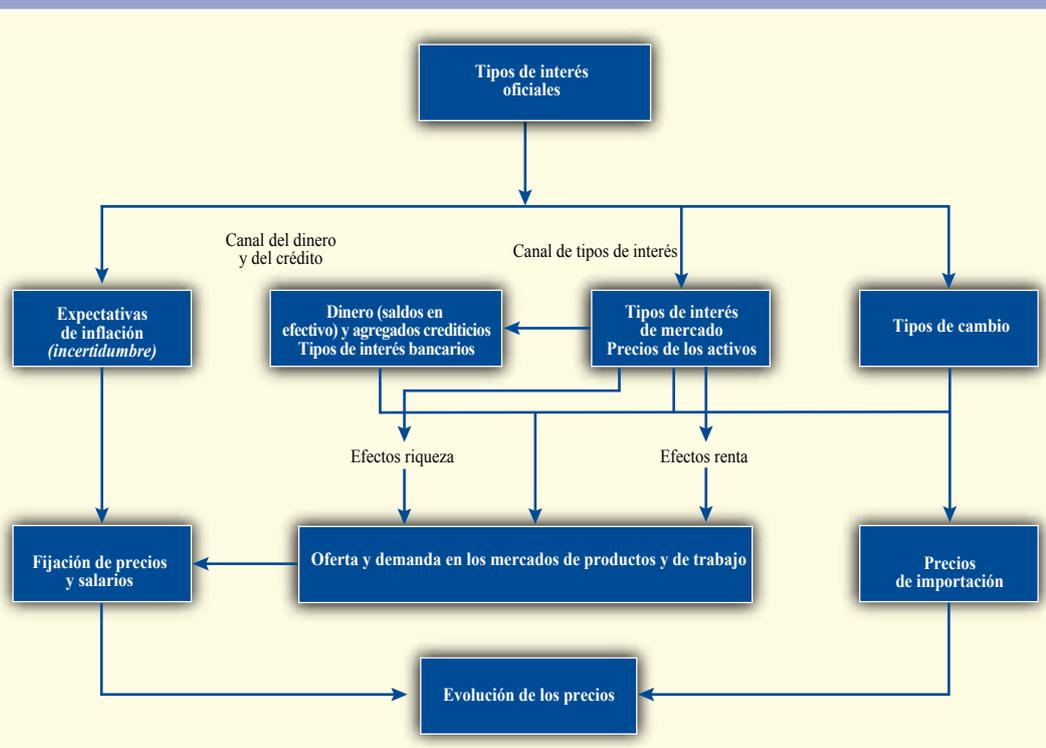
**EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Por lo que se refiere a la zona del euro, la evidencia empírica ha mostrado que el mecanismo de transmisión de la política monetaria funciona de una manera bastante similar en todos los países de la zona. Las entidades de crédito desempeñan un papel fundamental como vehículo de transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de los préstamos bancarios, debido a que las empresas y los hogares dependen en gran medida de la financiación bancaria, y a que la zona del euro presenta todavía un grado de capitalización bursátil relativamente limitado. Las demás disparidades entre países se deben, principalmente, a la aparición de nuevos productos financieros y de nuevos agentes económicos, a la naturaleza cambiante de la competencia bancaria y a los diferentes grados de integración de los mercados financieros en los distintos países de la zona del euro.

Para el conjunto de la zona del euro, el canal clásico de los tipos de interés es el principal cauce de transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía. Otros canales importantes de relevancia para la zona del euro son el canal del dinero y del crédito y el canal de las expectativas (véase gráfico A)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Puede encontrarse una descripción más detallada de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el artículo titulado «La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2000, y en la publicación «La política monetaria del BCE», BCE, 2003. Véase también A.K. Kashyap y J. C. Stein, «What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy», The American Economic Review, vol. 90, n.º 3, 2000, pp. 407-428.

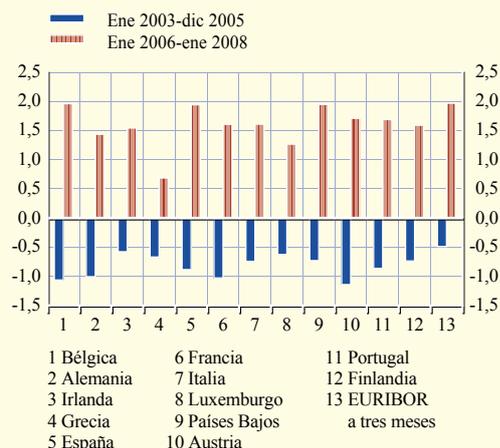
**Gráfico A Presentación esquemática del mecanismo de transmisión de la política monetaria**



Fuente: BCE.

**Gráfico B Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

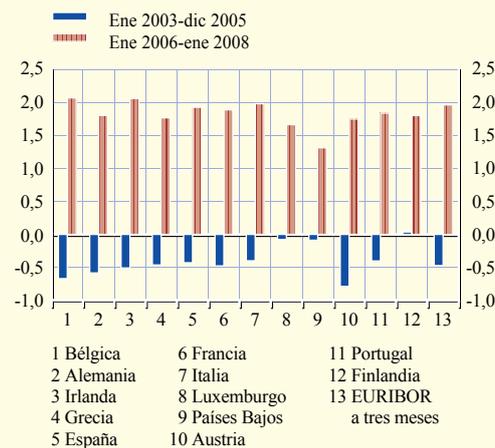
(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.  
Nota: Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda son sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año.

**Gráfico C Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a sociedades no financieras**

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.  
Nota: Los préstamos a sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros son sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año.

En lo que respecta al canal de los tipos de interés y al canal del dinero y del crédito, los análisis realizados por el BCE y el Eurosistema han puesto de manifiesto un notable grado de convergencia en la zona del euro desde el año 1999. Sin embargo, siguen existiendo diferencias entre países en los niveles y las variaciones de los tipos de interés bancarios. También existen indicios de cierta heterogeneidad en la transmisión de los tipos de mercado a los tipos bancarios<sup>2</sup>.

Los gráficos B y C proporcionan alguna evidencia del grado de heterogeneidad que presentan los distintos países. Las columnas permiten comparar las variaciones de los tipos de interés de los préstamos a los hogares y las empresas, por países, con las variaciones del Euribor a tres meses en el periodo 2003-2008 (véase columna 13 de los gráficos B y C), para el que se dispone de datos armonizados de tipos de interés bancarios. En el supuesto de una transmisión completa, las variaciones de los tipos de interés bancarios deberían ser iguales a las de los tipos de mercado. Sin embargo, los datos parecen indicar que la respuesta de las entidades de crédito a variaciones de los tipos de mercado tiende a ser muy diferente en los distintos países, y que, sólo en algunos casos, se observa una pauta de respuesta biunívoca. La evidencia disponible muestra que, en lo que se refiere a las variaciones de los tipos de interés bancarios, a lo largo del tiempo se observa una mayor convergencia en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda que en los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras (u otras categorías de productos).

La competencia en el sector de servicios financieros, las relaciones entre las entidades de crédito y sus clientes, las preferencias respecto al plazo de los contratos de crédito o la variabilidad de los tipos de interés, las primas de riesgo y el coste administrativo que supone variar efectivamente los tipos de inte-

<sup>2</sup> Este hecho ha sido confirmado por los estudios econométricos. Véanse, entre otros, H. Sander et al., «Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration», *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, pp. 461-492; G. de Bondt, «Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area», *German Economic Review*, 6 (1), 2005, pp. 37-78; y C. Kok Sørensen et al., «Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison», Working Paper n.º 580, BCE, 2006.

rés pueden influir en la eficacia de las medidas de política monetaria a través de sus efectos sobre la transmisión de los tipos de interés bancarios<sup>3</sup>.

En general, debido al destacado papel que desempeñan las entidades de crédito en la concesión de préstamos a los hogares y las empresas, el canal del crédito parece ser importante para la zona del euro, aunque en distinta medida según el país de la zona<sup>4</sup>. Este canal se divide normalmente en el canal del balance y el canal de préstamos bancarios<sup>5</sup>.

En lo relativo al canal del balance, el análisis ha determinado que los efectos de liquidez y de flujos de caja parecen ser importantes en algunos países de la zona del euro y muy poco significativos en otros<sup>6</sup>. La importancia de este canal puede deducirse indirectamente, analizando las diferencias entre países respecto al grado de apalancamiento de las sociedades no financieras o a la naturaleza de sus fuentes de financiación. El gráfico D muestra que existen diferencias entre los distintos países de la zona del euro en términos de endeudamiento de las empresas. En algunos países, las empresas parecen ser más sensibles a variaciones de los tipos de interés, al tener una carga de la deuda relativamente elevada con respecto a la zona del euro.

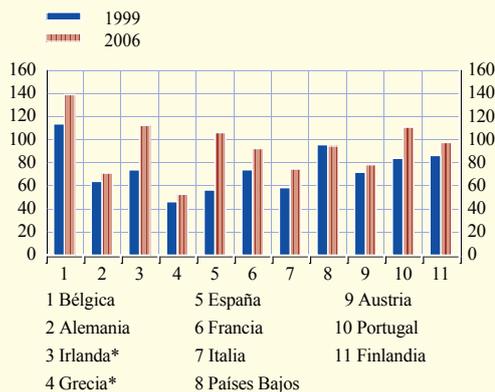
En cuanto al canal de préstamos bancarios, el análisis ha proporcionado evidencia contradictoria respecto al efecto de la oferta de crédito sobre la transmisión de la política monetaria en varios países de la zona del euro. Los análisis basados en datos microeconómicos han determinado que los indicadores habituales del grado de asimetría de la información (como el tamaño de las entidades de crédito) influyen escasamente en la respuesta de los préstamos bancarios a la política monetaria de la zona del euro. Por el contrario, en la mayoría de países de la zona, la respuesta de las entidades de crédito a la política monetaria parece depender de su liquidez.

En general, existe cierto grado de heterogeneidad entre países en lo referente a la naturaleza de las fuentes de financiación de las empresas. En algunos países, predomina la financiación bancaria y, en otros, la financiación procedente de los mercados de capitales. Ello puede ser reflejo de diferencias en las características de las empresas dentro de cada país (por ejemplo, la presencia de pequeñas y medianas empresas, o el predominio de empresas privadas o públicas). Sin embargo, esta situación también podría reflejar las distintas posibilidades de acceso a fuentes alternativas de financiación externa de las que disponen las empresas. A este respecto, cabe tener en cuenta los notables cambios que se han producido en el sector financiero desde el inicio de la Unión Monetaria.

3 Véase «Differences in MFI interest rates across euro area countries», BCE, septiembre 2006.  
4 Véase J. B. Chatelain et al., «Firm investment and monetary transmission in the euro area», I. Angeloni, A. Kashyap y B. Mojon, Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.  
5 Véase también B. S. Bernanke y M. Gertler, «Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission», Journal of Economic Perspectives, 9 (4), 1995, pp. 27-48.  
6 Véase cuadro 24.6 en I. Angeloni, A. Kashyap y B. Mojon, op. cit., y L. Gambacorta y P. E. Mistrulli, «Does Bank Capital Affect Lending Behavior?», Journal of Financial Intermediation, vol. 13, n.º 4, 2004, pp. 436-457.

Gráfico D Deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras

(1999 y 2006)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Las cifras de deuda para Bélgica incluyen los préstamos entre empresas relacionadas.  
) En los casos de Grecia e Irlanda, la primera columna se refiere al 2001.

### 3.4 RETOS PENDIENTES DE CARA AL FUTURO

Desde su creación, el BCE ha superado diversos retos derivados, principalmente, de distintas e importantes perturbaciones alcistas sobre los precios. Adoptando medidas contundentes en el momento oportuno cuando han sido necesarias, el Consejo de Gobierno del BCE ha demostrado su capacidad y su compromiso para conseguir de forma creíble lo que se espera que logre de acuerdo con el mandato que tiene encomendado, es decir, la estabilidad de precios. Esto se refleja también en el anclaje seguro y sostenido de las expectativas de inflación a largo plazo.

Sin embargo, no hay lugar para la complacencia. Aunque el BCE ha logrado mantener un alto grado de estabilidad de precios en la zona del euro durante ya casi toda una década, las tasas medias de inflación interanual medida por el IAPC se han mantenido en niveles elevados, que han excedido de forma continua el límite superior establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE desde el año 2000. Aunque este rebasamiento puede explicarse por las diversas perturbaciones negativas al alza sobre los precios mencionadas anteriormente, el resultado no cumple el objetivo del

Gráfico 14 Inflación medida por el IAPC e inflación percibida en la zona de euro

A) Inflación interanual medida por el IAPC (tasas de variación)



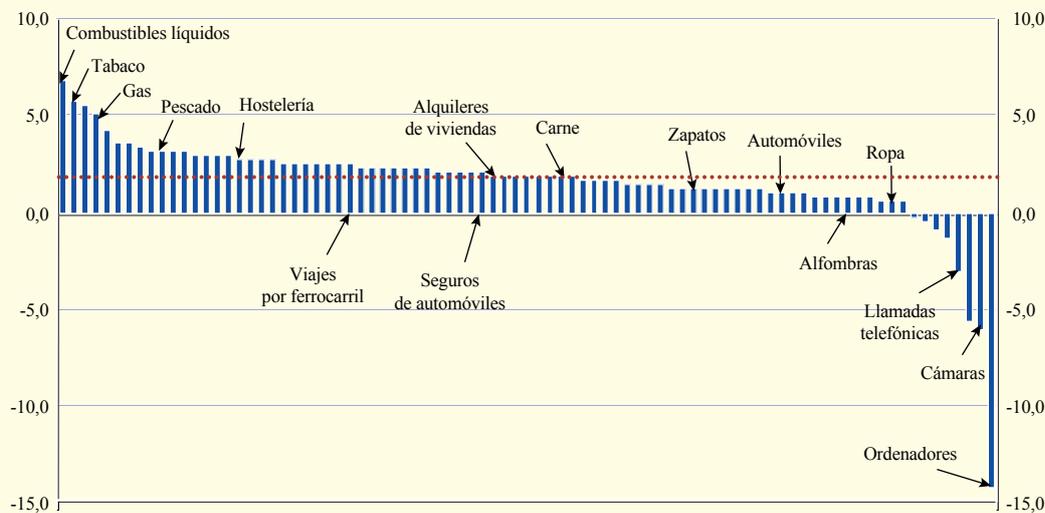
B) Inflación percibida<sup>1)</sup>



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Unión Europea.  
1) Entre los años 2002 y 2003 las percepciones se acrecentaron de forma acusada. La proporción de consumidores que consideraron que los precios habían «subido mucho» se elevó desde el 14% en el período 1999-2000 hasta el 38% en el período 2002-2003.

Gráfico 15 Variaciones medias anuales de los precios de subíndices del IAPC, entre los que se señalan determinados productos, en el período 1996-2007

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.  
Nota: La línea continua representa la tasa de variación interanual del IAPC, que se situó en el 1,9% en el período considerado.

Consejo de Gobierno de mantener la inflación interanual medida por el IAPC en un valor inferior, aunque próximo, al 2%.

En el mismo sentido, el BCE se ha enfrentado a períodos difíciles en los que las expectativas de inflación derivadas de los instrumentos de los mercados financieros, como los rendimientos de los bonos, aumentaron considerablemente de forma transitoria, superando los niveles acordes con la estabilidad de precios a medio plazo. Hasta el momento, el BCE ha podido reducir las expectativas de inflación, volviéndolas a situar en niveles relativamente bien anclados y acordes con la estabilidad de precios. Sin embargo, en los últimos meses, se observan indicios de que las expectativas de inflación han seguido una senda alcista. Por tanto, no puede descartarse que tiendan a situarse durante más tiempo en niveles más elevados que en los años iniciales de la política monetaria única. A este respecto, es fundamental que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas y que el Consejo de Gobierno asigne la máxima prioridad a esta cuestión.

Por último, mientras que las tasas medias observadas de inflación medida por el IAPC han estado en niveles acordes, en general, con la estabilidad de precios, las encuestas indican la existencia de diferencias persistentes en la evolución de la inflación recogida en los datos oficiales y de la inflación percibida por el público en general de la zona del euro (véase gráfico 14). Estas divergencias pueden deberse a múltiples factores. Un argumento importante en este sentido es que los consumidores pueden conceder mayor importancia a la evolución de los precios de los bienes y servicios que adquieren con más frecuencia. Según este punto de vista, estos bienes y servicios causan un impacto más fuerte sobre la percepción de los consumidores acerca de la inflación que la cantidad de dinero que realmente gastan en adquirirlos<sup>13</sup>.

Aunque la inflación general medida por el IAPC se ha situado, en promedio, en el 1,9% desde 1996, la evolución de los distintos componentes que conforman la tasa total ha sido bastante divergente. El gráfico 15 muestra las tasas medias de variación interanual de los subíndices del IAPC más detallados desde 1996. En general, los precios de los bienes de consumo duradero que se adquieren con escasa frecuencia (como los ordenadores y los coches) han mostrado aumentos mucho menores que los bienes adquiridos con más frecuencia (como la gasolina y las comidas en restaurantes, bares y cafeterías). Por tanto, explicar las diferencias entre la inflación percibida y la observada, y mantener la confianza de la opinión pública en las estadísticas oficiales sobre la inflación sigue siendo un reto importante, en especial para la política de comunicación del BCE y del Eurosistema.

**Evolución divergente de los componentes del IAPC**

13 Para más información, véase el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro» y, en especial, el recuadro 1, titulado «Encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la inflación percibida por los consumidores», del Boletín Mensual de mayo del 2007.

## LAS TRES FASES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM)

**1** 1 de julio de 1990 –  
**Supresión de todas las restricciones**  
a la circulación de capitales

**2** 1 de enero de 1994 – Creación del  
**Instituto Monetario Europeo,**  
predecesor del BCE

**3** 1 de enero de 1999 – Fijación  
irrevocable de los tipos de conversión,  
el BCE asume la responsabilidad de la política monetaria

1 de enero de 2002 –  
**Introducción de los**  
billetes y monedas en euros

## CRITERIOS DE CONVERGENCIA

**Unión Económica y Monetaria**

Estabilidad de precios

Convergencia  $\%$  de los tipos de interés

Disciplina de las finanzas públicas

Estabilidad de los tipos de cambio



## 4 RETOS DE POLÍTICA ECONÓMICA Y AMPLIACIÓN

*Como se señala en el capítulo 3, el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico real. Aunque esta contribución es muy importante, las políticas estructurales y presupuestarias son las que más influyen en las tendencias macroeconómicas que se analizan en este capítulo.*

*Si se considera la última década, el número de personas ocupadas en la zona del euro se ha incrementado en más de 15 millones de personas desde la creación de la UEM, mientras que en el período transcurrido entre 1990 y 1998, este aumento fue de sólo alrededor de 5 millones de personas. Esta alentadora evolución es el resultado de las medidas de reestructuración acometidas anteriormente en el sector empresarial, de las reformas del mercado de trabajo, de la inmigración y de la moderación salarial. No obstante, la productividad laboral por hora en la zona del euro ha sido relativamente baja desde mediados de la década de los noventa.*

*En la valoración general de la política fiscal deben hacerse algunas matizaciones. Por un lado, la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto ha mejorado de forma significativa en los últimos años. Por otro, algunos países de la zona todavía deben alcanzar y mantener unas finanzas públicas saneadas y reducir los ratios de deuda pública hasta niveles más sostenibles. A este respecto, el hecho de que en muchos casos no se haya conseguido sanear las finanzas públicas con más rapidez en los períodos de bonanza económica ha sido especialmente decepcionante.*

*Los diferenciales de crecimiento del producto real y de inflación entre los distintos países no son particularmente elevados si se comparan con los diferenciales entre estados y regiones de Estados Unidos. Como en cualquier área monetaria, en cierta medida son naturales, si están relacionados, por ejemplo, con efectos asociados al proceso de convergencia. No obstante, las diferencias también pueden ser reflejo de políticas económicas nacionales inadecuadas y de rigideces estructurales que deben ser abordadas por los responsables políticos nacionales.*

*En este capítulo se describe también cómo ha ido ampliándose la zona del euro, que ha pasado de los once países que la integraban originalmente a los quince actuales. La ampliación de la zona del euro es un proceso irrevocable y, por tanto, debe prepararse correctamente. Para cualquier ampliación futura es fundamental que se alcance la convergencia de manera sostenible.*

*En general se ha progresado adecuadamente, aunque queda mucho por hacer; y las señales recientes de pérdida de dinamismo, o incluso de retroceso, en lo que respecta a las reformas estructurales y al saneamiento de las finanzas públicas, constituyen un motivo de preocupación, también desde la perspectiva de la política monetaria. Las políticas estructurales inadecuadamente planificadas, las rigideces económicas y las políticas fiscales carentes de disciplina pueden contribuir a acrecentar las presiones inflacionistas o a una mayor persistencia de la inflación, algo que la política monetaria tendría que tomar en consideración. Las políticas y las reformas económicas que fomentan la competencia y la flexibilidad en los mercados de bienes, de capital y de trabajo, así como la culminación del Mercado Único, promueven el crecimiento y la creación de puestos de trabajo, frenan las presiones sobre los precios y, por tanto, aumentan el bienestar. Este tipo de políticas también contribuyen al correcto funcionamiento de los mecanismos de ajuste en la UEM.*

*Este capítulo se estructura de la siguiente manera: en la sección 4.1 se analizan las tendencias en cuanto al crecimiento real, la productividad y los mercados de trabajo; en la sección 4.2 se consideran las políticas fiscales; en la sección 4.3 se presentan algunas regularidades empíricas sobre los diferenciales de crecimiento del producto real y de inflación entre los distintos países; en la sección 4.4 se describe cómo ha ido ampliándose la zona del euro, que ha pasado de los once países que la integraban originalmente a los quince actuales, y en la sección 4.5 se resumen los retos que la política monetaria deberá abordar en el futuro.*

Los mercados competitivos aumentan la capacidad de resistencia a perturbaciones

La competencia favorece el crecimiento y frena las presiones inflacionistas

#### 4.1 EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA REAL DE LA ZONA DEL EURO Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En esta sección se considera la evolución macroeconómica real, así como los principales retos que deberán afrontar las políticas económicas estructurales de la zona del euro. Primero se analiza brevemente la importancia de las reformas estructurales en la UEM. A continuación se examinan el crecimiento del producto, del empleo y de la productividad. A largo plazo, las características estructurales e institucionales de la economía de la zona del euro determinan en gran medida su capacidad para obtener mejoras en la productividad y en el empleo, y para mantener un crecimiento económico sólido. En tercer lugar se valoran los principales aspectos estructurales de la política económica y los desafíos en los mercados de trabajo y de productos.

##### LA IMPORTANCIA DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES EN UNA UNIÓN MONETARIA

Las reformas económicas de los mercados de bienes, de capitales y de trabajo, así como la culminación del Mercado Único, tienen por objeto suprimir los obstáculos a la competencia, aumentar la flexibilidad del mercado y promover la intensificación de la competencia a escala nacional y transfronteriza. En general, estas reformas estructurales son de gran relevancia para la política monetaria, ya que son importantes para reducir las presiones inflacionistas y la persistencia de la inflación al responder a perturbaciones de carácter adverso. Más concretamente, las rigideces en los mecanismos de fijación de salarios y precios o la actual falta de moderación salarial pueden aplazar los ajustes necesarios de los precios relativos ante perturbaciones económicas y, por tanto, podrían llevar a la persistencia de la inflación. Es importante contar con unos mercados flexibles y competitivos que se adapten con suavidad a los cambios económicos y que absorban las perturbaciones económicas<sup>1</sup>, también más allá de las fronteras nacionales, especialmente en una unión monetaria como la zona del euro en la que ya no es posible recurrir a ajustes de las políticas monetarias y cambiarias nacionales para responder a cambios en la situación económica<sup>2</sup>.

Por otra parte, las reformas económicas que eliminan las barreras a la competencia no sólo aumentan la capacidad de resistencia de la zona del euro ante cambios en la situación económica, sino que también contribuyen a frenar las presiones sobre los precios, ya que, en general, una competencia más fuerte suele generar presiones a la baja sobre los costes y los precios<sup>3</sup>.

A la vista de la moderación de la actividad económica en Europa en la pasada década, el Consejo Europeo ha puesto en marcha una ambiciosa agenda de reformas económicas de amplio alcance, la Estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo (véase también el capítulo 2). El objetivo de esta estrategia es, entre otros, potenciar el crecimiento económico, la productividad y la utilización del factor trabajo en la economía europea<sup>4</sup>. Como se menciona en el capítulo 2, la Estrategia de Lisboa es un ambicioso programa necesario para que Europa centre la atención en la urgencia de llevar a cabo reformas de carácter estructural. Se trata de un enfoque global de las reformas que trata de promover la competencia y la flexibilidad en los mercados de productos y de trabajo. La estrategia aprovecha los efectos beneficiosos y complementarios de las reformas económicas en las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la zona del euro influyendo favorablemente en la tasa de actividad, por un lado y, sobre el crecimiento de la productividad del trabajo mediante el fomento de la innovación y el cambio tecnológico, por otro.

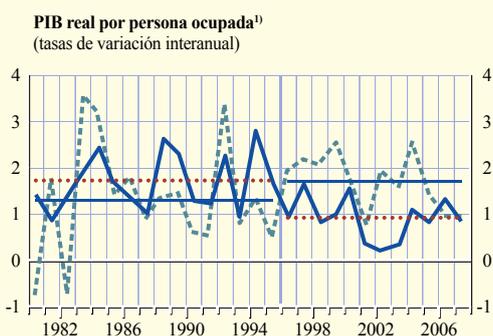
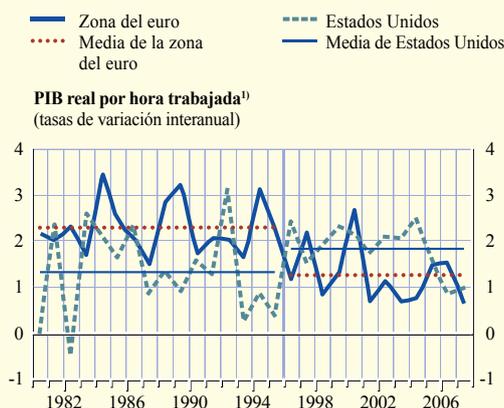
1 La integración financiera también favorece el ajuste sin problemas a las perturbaciones que afectan a la zona del euro (véase capítulo 6).

2 Véase N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, «Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy», Occasional Paper n.º 66, BCE, julio 2007.

3 Véase, por ejemplo, P. Cavelaars, «Does competition enhancement have permanent inflation effects?», *Kyklos*, Vol. 56, n.º 1, 2003, pp. 69-94, y M. Przybyla y M. Roma, «Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors», Working Paper n.º 453, BCE, marzo 2005.

4 Para más información, véase la dirección de la Comisión Europea en Internet ([http://ec.europa.eu/growthjobs/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growthjobs/index_en.htm)).

Gráfico I Zona del euro en comparación con Estados Unidos



Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea.  
Nota: Los datos de Alemania anteriores a 1991 se refieren únicamente a Alemania Occidental.  
1) Medias calculadas para los períodos 1980-1995 y 1996-2006.

En la siguiente sección se considera la evolución macroeconómica en relación con el producto, la productividad y el empleo en las dos últimas décadas.

### EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO REAL Y DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO

Desde 1996, la tasa media de crecimiento de la zona del euro ha sido del 2,2% por año, prácticamente sin variaciones con respecto a la tasa media del período 1980-1995. No obstante, esta tasa oculta dos tendencias bastante diferentes: mientras que la expansión del empleo ha aumentado de forma significativa en la pasada década, el crecimiento medio de la productividad se ha moderado considerablemente desde mediados de los años noventa.

El crecimiento de la productividad del trabajo suele ser uno de los principales factores impulsores del crecimiento del producto en un horizonte a más largo plazo. En general, la evolución a largo plazo de la zona del euro se caracteriza por una ruptura a mediados de la década de los noventa, tras un período prolongado de crecimiento. Entre 1980 y 1995, el crecimiento medio del producto por hora trabajada de la zona alcanzó el 2,3%, mientras que el producto aumentó un 2,2%. Desde mediados de los noventa se ha registrado un acusado retroceso del crecimiento de la producti-

Fuerte expansión del empleo, pero débil crecimiento de la productividad

vidad. Entre los años 1996 y 2007, el crecimiento medio de la productividad de la zona del euro, medido por el producto por hora trabajada se redujo y fue de sólo el 1,3% en ese período (véase gráfico 1), mientras que el crecimiento medio del producto prácticamente no se modificó con respecto al período precedente. La caída de la productividad ha ido acompañada de un acusado aumento de la tasa de crecimiento interanual del total de horas trabajadas. Durante el período 1980-1995, el número total de horas trabajadas por año disminuyó el 0,2%, en promedio, mientras que, entre los años 1996 y 2007, esta cifra se incrementó un 0,9% por año. En el período 1999-2007, la tasa media de crecimiento de la productividad por hora trabajada fue del 1,2% anual en la zona del euro, en comparación con el 1,9% del período 1990-1998.

La evolución observada en la zona del euro contrasta con la de Estados Unidos, donde la tasa media de crecimiento del total de horas trabajadas se redujo ligeramente desde el 1,4% en el período 1980-1995, hasta el 1,3% en el período 1996-2007, y la tasa de crecimiento de la productividad experimentó un notable incremento, desde el 1,4% hasta el 2,1%. De este modo, el mayor crecimiento del empleo y de las horas trabajadas en la zona del euro se ha visto contrarrestado por pérdidas en el crecimiento de la productividad, con lo que la tasa de crecimiento del producto prácticamente no se ha modificado. En cambio, las mejoras de productividad observadas en Estados Unidos compensaron con creces la desaceleración del factor trabajo, lo que reforzó el crecimiento del producto.

**Cuadro I Principales estadísticas del mercado de trabajo**

	Media 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento del empleo	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Total horas trabajadas <sup>1)</sup>	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Tasa de empleo (15-64 años)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Mujeres	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Hombres	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
15-24 años	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
25-54 años	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
55-64 años	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Tasa de paro (>15 años) <sup>2)</sup>	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Tasa de actividad (15-64 años)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Ratio de temporalidad (15-64 años)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Ratio de parcialidad (15-64 años)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Fuentes: Eurostat (Encuesta de población activa) y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-12.

2) Medias de datos mensuales.

**Ganancias de productividad moderadas en los servicios de mercado**

**Grado elevado de regulación y otras rigideces estructurales**

**Mejoras en los mercados de trabajo en la zona del euro**

El análisis por sectores muestra que el crecimiento de la productividad ha disminuido, especialmente en los servicios de mercado con un uso más intensivo de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), como los prestados por los sectores de distribución y de servicios financieros y empresariales<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, mientras que la productividad de estos sectores experimentó una aceleración considerable en Estados Unidos, perdió fuerza en la zona del euro, en la que se deduce que el débil crecimiento de la productividad está relacionado con el hecho de que las empresas no parecen haber aprovechado las ventajas de las nuevas TIC. Estas tecnologías son las que mayor impacto causan sobre el crecimiento de la productividad generando mejoras de eficiencia en los procesos de gestión, en los procedimientos y en las estructuras organizativas, y facilitando innovaciones tecnológicas complementarias. Los ordenadores e Internet, por ejemplo, reducen los costes de comunicación y permiten disponer de estructuras organizativas más flexibles y descentralizadas. Sin embargo, los beneficios plenos que pueden obtenerse con las mejoras de la productividad alcanzadas gracias a las TIC únicamente podrán cosecharse si no hay obstáculos, como restricciones regulatorias, al cambio en las organizaciones. En consonancia con esta hipótesis, algunos estudios establecen que los entornos altamente regulados tienden a asociarse a un crecimiento más reducido de la inversión y de la productividad<sup>6</sup>. Estos estudios apuntan a rigideces institucionales que reducen la capacidad de las empresas para ajustarse con facilidad y rapidez a sus nuevos entornos como importantes factores determinantes del crecimiento de la productividad en las economías de la zona del euro.

## LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

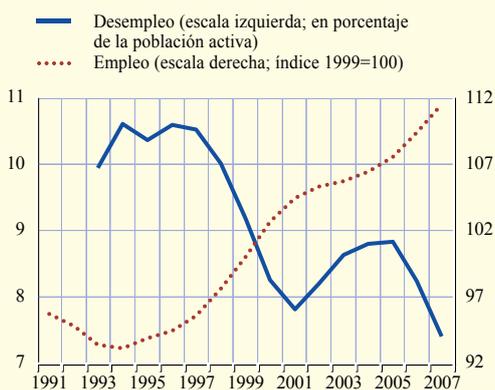
La utilización del factor trabajo, definida como el número total de horas trabajadas por año dividido por la población total, aumentó un promedio del 0,2% por año en el período 1999-2007 en la zona del

5 Véase el artículo titulado «Evolución de la productividad y política monetaria», en el Boletín Mensual de enero del 2008, donde figura un análisis detallado de la evolución de la productividad en la zona del euro.

6 Véase, por ejemplo, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti y F. Schiantarelli (2005), «Regulation and investment», *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, pp. 791-825, en el que los autores consideran que las reformas regulatorias han causado un notable impacto positivo sobre la acumulación de capital en los sectores de transportes, comunicaciones y agua, gas y electricidad, especialmente en el largo plazo. Nicoletti, G., y S. Scarpetta (2003), «Regulation, productivity and growth», *Economic Policy*, abril, consideran que las diversas regulaciones que restringen la competencia en los mercados de productos reducen de forma significativa el crecimiento de la PTF a escala de sectores.

7 En el artículo titulado «Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», publicado en el Boletín Mensual de enero del 2007, figura un análisis de la evolución estructural de los mercados de trabajo de la zona del euro en los últimos diez años.

Gráfico 2 Empleo y desempleo en la zona del euro en el período 1991-2007



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

euro<sup>7</sup>. Esta evolución es reflejo de la expansión de la tasa de actividad y del empleo. La tasa de participación se situó en el 67,2% en 1999 y aumentó hasta casi el 71% en el 2007. Lo más reseñable es que desde el comienzo de la UEM en 1999, la zona del euro ha registrado un incremento de más de 15 millones de personas en el número de personas ocupadas, mientras que, entre 1990 y 1998, este aumento fue de sólo unos 5 millones de personas. En el período 1999-2007, la tasa de empleo total ascendió del 60,3% al 65,5%. La expansión del empleo ha sido más evidente en lo que respecta a la mejora observada entre las mujeres y los trabajadores de más edad, así como en el empleo temporal y a tiempo parcial (véase cuadro 1). Esta evolución es consecuencia del impacto de anteriores reformas económicas, de la inmigración y de la moderación

salarial. No obstante, la tasa de empleo total en la zona del euro continúa siendo baja en comparación con la de Estados Unidos, donde se situó en el 73,3% en el 2007, y queda lejos del objetivo de Lisboa de alcanzar el 70% en el 2010.

Al mismo tiempo, el desempleo entre las personas de edades comprendidas entre los 15 y los 64 años se redujo —desde el 9,1% de 1999 hasta el 7,5% del 2007— hasta situarse en el nivel más bajo de los últimos veinticinco años (véase gráfico 2). Las tasas de desempleo disminuyeron especialmente entre los jóvenes (desde el 23,9% hasta el 16,6%), las mujeres (desde el 12,7% hasta el 9,4%) y, por nivel de educación, entre los trabajadores menos cualificados (desde el 13,3% hasta el 9,9%)<sup>8</sup>.

Esta alentadora evolución pone de manifiesto que las anteriores reformas del mercado de trabajo, la inmigración y la moderación salarial han contribuido a superar algunas de las restricciones al crecimiento procedentes de unos mercados de trabajo rígidos y con niveles excesivos de regulación. También confirma que una política monetaria orientada a la estabilidad de precios es plenamente acorde con la creación de empleo y con unos niveles reducidos de paro. No obstante, pese a estos progresos, la mayor parte de los países de la zona del euro todavía está lejos de haber agotado el potencial para lograr nuevos aumentos de las tasas de actividad y de empleo. Los obstáculos de carácter estructural derivados de unos entornos legales y regulatorios rígidos, los elevados impuestos sobre el trabajo y las distorsiones asociadas a normativas como el salario mínimo, siguen impidiendo o disuadiendo a muchas personas de participar activamente en el mercado de trabajo y, por tanto, mantienen bajas las tasas de empleo y el desempleo en niveles elevados.

La evidencia empírica apunta a la legislación de protección del empleo y las brechas fiscales como importantes obstáculos para la evolución del empleo<sup>9</sup>. En la pasada década, los países de la zona del euro han avanzado, en promedio, en la mejora de los incentivos para el trabajo, particularmente reduciendo tanto los desincentivos para trabajar más horas como los incentivos económicos para acogerse a la jubilación anticipada. Para el período 2001-2006, los tipos impositivos, que recogen la cantidad pagada en concepto de impuesto sobre la renta más las cotizaciones sociales a cargo de los trabajadores y

No obstante, pese a estas importantes mejoras...

... todavía existen obstáculos para alcanzar el pleno empleo

8 Fuente: Eurostat (Encuesta de población activa).

9 Véase también el artículo titulado «Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», publicado en el Boletín Mensual de enero del 2007.

La reducción de los impuestos sobre el trabajo favorece el empleo

Pero todavía se han de realizar progresos

La flexibilidad salarial y la prudencia en la competencia en los mercados promueven la creación de empleo

de la empresa han disminuido para diversos grupos (véase cuadro 2). En cambio, el promedio de los países de la zona del euro ha obtenido resultados relativamente menos satisfactorios a la hora de ofrecer a los parados mayores incentivos para aceptar ofertas de empleo.

En este contexto, las tasas netas de reposición<sup>10</sup> aumentaron entre los años 2001 y 2005. Al mismo tiempo, el indicador de la denominada «trampa del paro», que mide la cuantía de los impuestos y la retirada de las transferencias públicas cuando una persona en paro acepta un trabajo, también se incrementó considerablemente, hasta un 78,3% de la renta bruta en el 2006 (para más detalles, véase cuadro 2). Nuevas reformas del impuesto sobre la renta y de los sistemas de prestaciones sociales contribuirían a mejorar los incentivos para el trabajo. La reducción de los desincentivos para el trabajo, a través de unos tipos impositivos marginales y unas prestaciones por desempleo elevados, y animar a las personas a prolongar su vida laboral, pueden estimular la oferta de trabajo y el empleo de todos los trabajadores, particularmente de aquellos que generalmente tienen menor relación con el mercado de trabajo, como las mujeres y los trabajadores jóvenes y de más edad.

En general, aunque en la pasada década se realizaron algunos progresos, parece que muchos países de la zona del euro todavía tienen un largo camino por recorrer en lo que respecta a la puesta en práctica de reformas que aseguren unas tasas de empleo acordes con los países que han alcanzado mejores resultados. La zona del euro aún está lejos de haber agotado el potencial de crecimiento derivado de un uso más intensivo del factor trabajo en el proceso de producción. En muchos países, el mercado de trabajo sigue estando caracterizado por una segmentación entre «trabajadores ocupados-parados», con barreras estructurales —debido al entorno jurídico y regulador, a los elevados impuestos y a las rigideces asociadas a las normativas salariales— que obstaculizan la participación activa de determinados grupos en el mercado de trabajo.

Un grado elevado de flexibilidad en los mercados de trabajo facilitaría el ajuste de los mercados nacionales ante perturbaciones económicas y la asignación eficiente del trabajo y de otros recursos. Una di-

10 Las tasas netas de reposición miden el importe de las prestaciones —que comprenden las prestaciones por desempleo, la asistencia social, y las prestaciones familiares y por vivienda— excluidos impuestos, como una ratio de las rentas salariales netas recibidas por el trabajador o el hogar antes de pasar a una situación de desempleo.

**Cuadro 2 Evolución de las brechas fiscales y la trampa del desempleo en la zona del euro en el período 2001-2006**

(puntos porcentuales)

	Nivel en 2006	Variación 2001-2006
Brechas fiscales <sup>1)</sup>		
Persona soltera	38,2	-0,6
Matrimonio con un sueldo	32,1	-0,3
Matrimonio con dos sueldos	33,4	-0,7
Trampa del desempleo <sup>2)</sup>	78,3	2,6
Trampa de las remuneraciones más bajas <sup>3)</sup>	48,3	4,7

Fuentes: OCDE (2007), «Taxing wages 2006-2007». Base de datos de indicadores estructurales de Eurostat 2008; medias sin ponderar. Únicamente se dispone de datos para el período 2001-2006.

1) La brecha fiscal es el importe del impuesto sobre la renta, más las cotizaciones sociales a cargo del empleado y de la empresa, menos las prestaciones en efectivo, en porcentaje de los costes laborales. La cifra correspondiente a una persona soltera sin hijos se sitúa en el 67% del salario medio de un trabajador, la relativa a un matrimonio con un sueldo y dos hijos de 4 y 6 años de edad en el 100% del salario medio de un trabajador y, en el caso de un matrimonio con dos sueldos y dos hijos, un sueldo se sitúa en el 100% y otro en el 33% del salario medio de un trabajador.

2) La «trampa del desempleo» es el porcentaje de ingresos brutos que se pierde si se acepta un trabajo, al tener que pagar más impuestos y cotizaciones sociales y dejar de recibir prestaciones. En este caso, la cifra corresponde a una persona soltera sin hijos y se sitúa en el 67% del salario medio de un trabajador industrial a tiempo completo en el sector manufacturero.

3) La «trampa de las remuneraciones más bajas» es el porcentaje de ingresos brutos que se pierde si se acepta un trabajo mejor remunerado, al tener que pagar más impuestos y recibir menos prestaciones. En este caso, la cifra corresponde a una persona soltera sin hijos y oscila entre el 33% y el 67% del salario medio de un trabajador industrial.

ferenciación salarial adecuada mejoraría las oportunidades de empleo de los trabajadores menos cualificados y en las regiones o en los sectores con niveles altos de desempleo. Además, la evidencia empírica apunta al considerable potencial de influencia positiva mutua entre los mercados de trabajo y los de productos: la desregulación de los mercados de trabajo propiciaría un mayor crecimiento del empleo, especialmente cuando los mercados de productos son más competitivos, y viceversa<sup>11</sup>. Esto lleva a la cuestión de la necesidad de contar con unos mercados de productos eficientes y que funcionen correctamente como segundo requisito para incrementar el crecimiento potencial de la zona del euro.

### COMPETENCIA E INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS DE PRODUCTOS

En las dos últimas décadas, la Unión Europea ha realizado progresos en el fortalecimiento de la competencia y en la mayor integración económica. En particular, el Mercado Único ha generado importantes beneficios para la economía de la UE. Según una estimación de la Comisión Europea, el Mercado Único creó 2.750.000 puestos de trabajo y dio lugar a una mejora del bienestar de alrededor de 500 euros por habitante en el año 2006, que corresponde a un aumento del 2,15% del PIB de la UE en el período 1992-2006<sup>12</sup>.

La mayor competencia en los mercados de productos —a escala nacional y de la UE— aumenta la eficiencia de las estructuras de producción. La literatura empírica establece, en general, que la competencia en los mercados es un factor importante para explicar la evolución de la productividad del trabajo y de los precios relativos. La desregulación y la liberalización contribuyen a mejorar los niveles y las tasas de crecimiento de la productividad laboral<sup>13</sup>. Así por ejemplo, los beneficios de la apertura a la competencia de las industrias de red son patentes en las telecomunicaciones. La productividad por hora trabajada en este sector se aceleró considerablemente, desde el 4,5% hasta el 7,3% en los períodos 1980-1995 y 1995-2005, y los precios que cobraban los antiguos monopolios por las llamadas nacionales e internacionales se redujeron más del 40%, en promedio, entre los años 2000 y 2006 en Europa. Esto mejoró el poder adquisitivo de los consumidores, que ahora disponen de más renta para gastar en otros bienes y servicios.

No obstante, queda mucho por hacer, especialmente en algunas áreas de los servicios de mercado, que representan aproximadamente el 70% del valor añadido nominal total y del empleo total de la zona del euro<sup>14</sup>. Aumentar la extensión y la profundidad del mercado interior de la UE sigue siendo una prioridad para lograr una competencia efectiva en el mercado energético y la aplicación de la Directiva de Servicios<sup>15</sup>. La creciente importancia económica de los servicios indica que es probable que la mejora del nivel de vida de los europeos dependa, en gran medida, de la existencia de un nivel mayor de competencia y de las mejoras de la competitividad en los servicios.

Para aprovechar plenamente las posibilidades de mejora de la productividad es necesario que las reformas de los mercados de productos vayan acompañadas de políticas que promuevan la innovación y el cambio tecnológico, como las encaminadas a impulsar el potencial de negocio mediante la creación de

11 Véase, por ejemplo, H. Berger y S. Danninger (2007), «The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform», International Monetary Fund Staff Paper, vol. 54, n.º 3.

12 Comisión Europea, «The single market: review of achievements», noviembre 2007.

13 Véase P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti y F. Steiner (2006) «Regulation, Competition and Productivity Convergence», Working Paper del departamento de Economía de la OCDE n.º 509 y la literatura citada en el mismo.

14 En el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de mayo del 2007, figura un análisis detallado del grado de competencia en los servicios de la zona del euro y sus efectos sobre la productividad del trabajo y sobre los precios.

15 La Directiva sobre servicios en el mercado interior, que trata de impulsar la libertad de establecimiento de las empresas de la UE en otros Estados miembros y la libre circulación de los servicios, fue adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo en diciembre del 2006, y debe transponerse a la legislación nacional de los Estados miembros antes del final del año 2009.

Mayor integración  
económica

Mayor competencia,  
desregulación  
y liberalización

Es esencial  
aumentar la competencia  
en los servicios

un entorno económico favorable a la iniciativa empresarial, medidas para fomentar la innovación a través del incremento de la inversión en investigación y desarrollo (I+D), y políticas orientadas a mejorar el capital humano.

La consecución de un entorno económico favorable a la iniciativa empresarial requeriría reducir el número de regulaciones e incrementar su eficiencia, en particular, ayudando a las pequeñas y medianas empresas a desarrollarse a escala nacional e internacional, así como una acción positiva que facilite el acceso a la financiación que estas empresas necesitan. Europa todavía va a la zaga de Estados Unidos en este ámbito. Por ejemplo, las cantidades destinadas a financiar el capital riesgo en Europa sólo representan una fracción de las de Estados Unidos, si se compara el tamaño de cada economía. El fomento de la inversión en I+D también es un aspecto importante. En el 2005, la inversión en I+D ascendió al 1,9% del PIB de la zona del euro, frente al 2,7% de Estados Unidos.

Aparte de las reformas estructurales, la aplicación de políticas presupuestarias orientadas a la estabilidad de precios constituye un requisito indispensable para el correcto funcionamiento de la UEM. En la siguiente sección se consideran aspectos de las políticas presupuestarias.

## 4.2 POLÍTICAS FISCALES

En esta sección se recuerda la importancia de contar con unas finanzas públicas saneadas y se presenta una panorámica de su evolución antes y durante la tercera fase de la UEM, de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de los retos de carácter presupuestario a medio y largo plazo (para más detalles sobre el marco institucional de las políticas fiscales en la UEM, véase el capítulo 2).

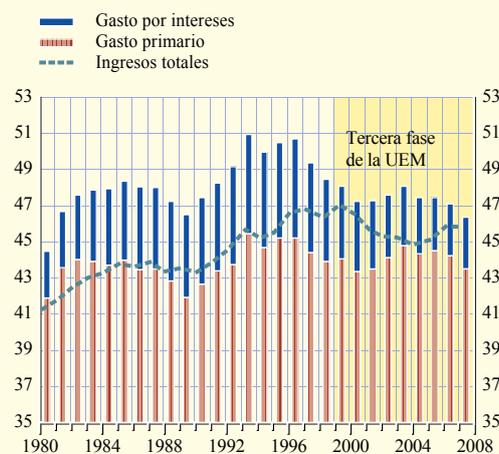
Las políticas fiscales pueden tener una incidencia considerable sobre el crecimiento económico y sobre las presiones inflacionistas en función de los niveles y la composición de los ingresos y el gasto públicos, así como de los déficit presupuestarios y la deuda pública<sup>16</sup>. Unos déficit elevados pueden provocar presiones inflacionistas y sobre la demanda, lo que entraña la posibilidad de que la autoridad monetaria se vea obligada a mantener los tipos de interés a corto plazo en niveles por encima de lo que en otras circunstancias sería necesario. Los déficit presupuestarios también pueden socavar la confianza en una política monetaria orientada a la estabilidad si los agentes del sector privado esperan que, en última instancia, el banco central compense el endeudamiento público excesivo. Por consiguiente, la aplicación de unas políticas fiscales saneadas y sostenibles es una condición previa para un crecimiento económico sostenible y para el correcto funcionamiento de la unión monetaria, así como para evitar desequilibrios entre países (véase sección 4.3).

Se han establecido una serie de mecanismos institucionales a escala de la UE, con el fin de asegurar la aplicación de políticas fiscales nacionales a medio plazo adecuadas y unas finanzas públicas sostenibles en la UEM. En particular, los Estados miembros que adopten el euro están obligados por el Tratado de la Unión Europea a evitar déficit públicos excesivos, evaluándose su cumplimiento de los valores de referencia del 3% y el 60% del PIB para las ratios de déficit y deuda pública, respectivamente. Además, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptado en 1997 y reformado en el 2005, obliga a los Estados miembros de la UE a tratar de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir situaciones presupuestarias «próximas al equilibrio o de superávit». Los países que se encuentren en esta situación deberían disponer de flexibilidad para que puedan funcionar los «estabilizadores fiscales automáticos» sin supe-

16 Véase el artículo titulado «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», en el Boletín Mensual de abril del 2004.

**Gráfico 3 Evolución presupuestaria de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el período 1980-2007**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, BCN y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil).

rar el límite del 3% para el déficit, lo que mitigaría el impacto del ciclo económico y contribuiría al correcto funcionamiento de la UEM<sup>17</sup>.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO ANTES Y DURANTE LA TERCERA FASE DE LA UEM

En las décadas que precedieron a la UEM, las políticas fiscales aplicadas en muchos países europeos se caracterizaron por unas tasas de crecimiento del gasto insostenibles, por el aumento de la presión fiscal y por el incremento constante de la deuda pública. En los años ochenta y principios de los noventa, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro fue del 4%-5% del PIB, y la deuda en relación con el PIB aumentó desde un nivel inferior al 40% hasta aproximadamente el 70% (véanse gráfico 3 y cuadro 3). Desde entonces, la situación presupuestaria de los países de la zona del euro en términos agregados ha mejorado considerablemente. En particular, en el período previo a la tercera fase de la UEM, el endeudamiento del sector público se redujo de manera significativa y, en el año 2000, la ratio de déficit (excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS) registró un mínimo del 1% del PIB. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se elevó de nuevo, hasta alcanzar el 3,1% del PIB en el 2003, pero posteriormente descendió hasta situarse en el 0,6% del PIB en el 2007, el nivel más bajo observado desde comienzos de los años setenta.

La reducción de las ratios de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro puede atribuirse, en gran medida, a la considerable disminución de los tipos de interés y, por tanto, de la carga de intereses. Estas ratios cayeron desde aproximadamente el 5,5% del PIB, a principios de los años noventa, hasta ligeramente por debajo del 3% del PIB desde el 2005. Además, la realización de una valoración de las contribuciones relativas de los ingresos públicos y del gasto primario al saneamiento de las finanzas públicas se ve dificultada por la sensibilidad de estas variables a la evolución cíclica. Si se consideran las tendencias a más largo plazo, se observa que la ratio de gasto público primario en relación con el PIB de la zona del euro se ha mantenido constante, en líneas generales, desde mediados de la década de los ochenta, mientras que la ratio de ingresos en relación con el PIB experimentó una mejora de carácter estructural con anterioridad a la tercera fase de la UEM. Desde 1999, tanto la ratio de ingresos públicos como la de gasto primario en relación con el PIB han fluctuado en torno a niveles elevados pero prácticamente constantes, lo que

Las situaciones presupuestarias han mejorado...

...debido, en gran parte, a la reducción de los pagos de intereses

17 Véase el artículo titulado «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», en el Boletín Mensual de enero del 2004.

**Cuadro 3 Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas de los países de la zona del euro en el período 1990-2007**

(en porcentaje del PIB)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bélgica	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Alemania	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Irlanda	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grecia	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
España	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Francia	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Italia	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Chipre	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxemburgo	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Países Bajos	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Austria	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugal	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Eslovenia	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finlandia	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Zona del euro	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Fuentes: Comisión Europea, BCN y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras de los períodos 1990-1998 y 1999-2007 son medias anuales. Los datos de Alemania correspondientes a 1990 se refieren a Alemania Occidental. Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil).

indica que la tendencia hacia unas ratios de gasto y de ingresos públicos aún más altas observada en décadas precedentes se ha interrumpido.

**Es necesario seguir reduciendo algunas ratios de deuda en relación con el PIB**

La mejora de la posición presupuestaria agregada de la zona del euro en las dos últimas décadas refleja un grado notable de convergencia hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países que la integran. Se ha de observar que los déficits presupuestarios muy elevados observados en algunos países en los años ochenta y principios de los noventa han desaparecido en gran parte. En los países con niveles altos de deuda, en particular, la carga de intereses ha caído sustancialmente, como consecuencia de los tipos de interés mucho más bajos a los que actualmente se está remunerando la deuda pública. En buena medida, esto puede considerarse un beneficio resultante de la desaparición del riesgo de tipo de cambio y de la transición a unas políticas macroeconómicas más orientadas a la estabilidad en la UEM<sup>18</sup>. No obstante, esto ha hecho que las medidas relacionadas con el déficit primario hayan logrado menos progresos. Además, sólo se ha observado una mejora limitada en las ratios de deuda pública en relación con el PIB, y el hecho de que algunos países de la zona del euro todavía hayan registrado ratios de deuda bastante superiores al valor de referencia del 60% del PIB en el 2007 es motivo de preocupación (véase cuadro 4).

#### APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

**La normativa fiscal de la UEM ha afrontado retos**

La aplicación del marco de vigilancia presupuestaria de la UEM ha planteado muchos retos relacionados con la evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro desde 1999. Aunque varios países miembros han conseguido alcanzar o mantener posiciones presupuestarias «próximas al equilibrio o de superávit», como establece el «aspecto preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (esto es, los procedimientos que tratan de impedir déficits excesivos), otros no lo han logrado. En algunos países, los objetivos presupuestarios a medio plazo fijados en los programas de estabilidad anuales se han incumplido de manera constante, como consecuencia de unos supuestos macroeconómicos y presupuestarios excesivamente optimistas, de la falta de esfuerzos para sanear la situación presupuestaria y de desbordamientos del gasto que, en parte, son reflejo de la ausencia de voluntad política para respetar los compromisos.

18 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

**Cuadro 4 Posiciones presupuestarias de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el período 1990-2007**

(en porcentaje del PIB)

	Deuda				Gasto primario				Gasto por intereses			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Bélgica	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Alemania	n.d.	63,3	60,3	65,0	n.d.	44,1	44,7	41,1	n.d.	2,9	3,4	2,8
Irlanda	n.d.	32,4	54,0	25,5	n.d.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grecia	n.d.	100,5	105,8	94,5	n.d.	39,6	41,0	39,4	n.d.	5,5	8,5	3,9
España	n.d.	49,3	64,1	36,2	n.d.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Francia	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Italia	n.d.	106,9	114,9	104,0	n.d.	42,7	41,3	43,8	n.d.	5,4	7,9	4,7
Chipre	n.d.	64,0	58,4	59,8	n.d.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxemburgo	n.d.	6,4	7,4	6,8	n.d.	39,6	40,6	37,3	n.d.	0,2	0,4	0,2
Malta	n.d.	63,8	53,4	62,6	n.d.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Países Bajos	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Austria	n.d.	64,1	64,3	59,1	n.d.	47,7	50,0	45,6	n.d.	3,0	3,5	2,6
Portugal	56,5	57,5	52,1	63,6	n.d.	42,4	39,5	42,9	n.d.	2,8	3,3	2,9
Eslovenia	n.d.	26,8	23,1	24,1	n.d.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finlandia	n.d.	41,9	48,2	35,4	n.d.	47,2	49,0	46,1	n.d.	2,0	3,5	1,4
Zona del euro	n.d.	69,0	72,8	66,4	n.d.	44,0	44,0	43,3	n.d.	3,4	4,6	3,0

Fuentes: Comisión Europea, BCN y cálculos del BCE.

Notas: Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil). Los datos de Alemania correspondientes a 1990 se refieren a Alemania Occidental.

En consecuencia, durante la fase recesiva del ciclo económico del período 2001-2003, los déficit registrados en varios países (Alemania, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal) alcanzaron o superaron el valor de referencia del 3% del PIB (véase cuadro 3). En este contexto hubo disparidad de opiniones acerca de la aplicación correcta del «aspecto preventivo» del Pacto (a saber, los procedimientos que tratan de asegurar la rápida corrección de los déficit excesivos). Esta situación culminó con una decisión adoptada por el Consejo ECOFIN en noviembre del 2003 de suspender los procedimientos de déficit excesivo contra Alemania y Francia. Los debates subsiguientes llevaron a la reforma del Pacto, que se concluyó en la primavera del 2005 (véase capítulo 2).

Desde el 2005, la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado se ha visto facilitada por unas condiciones económicas más favorables y por un crecimiento especialmente dinámico de los ingresos públicos. En consecuencia, los déficit presupuestarios han vuelto a situarse en el 3% del PIB o en un nivel inferior en todos los países de la zona del euro. Sin embargo, subsisten considerables diferencias en cuanto a la medida en que la «bonanza económica» se ha utilizado para acelerar el saneamiento de las finanzas públicas. Por ejemplo, aunque los mayores ingresos impositivos hicieron que Alemania alcanzara una situación de equilibrio presupuestario en el 2007, gran parte de los ingresos extraordinarios de Francia e Italia se ha utilizado para aumentar el gasto o reducir los impuestos. Por consiguiente, los déficit de estos países permanecen relativamente próximos al valor de referencia del 3% del PIB, lo que deja escaso o ningún margen de maniobra en el ámbito fiscal en caso de iniciarse una fase descendente del ciclo económico. Por tanto, en general, la aplicación del Pacto, incluso desde su reforma, puede describirse como un éxito sólo parcial, y la verdadera prueba todavía está por llegar.

## RETOS A MEDIO Y LARGO PLAZO PARA LAS FINANZAS PÚBLICAS

El hecho de que muchos países de la zona del euro no hayan logrado alcanzar con más rapidez o mantener unas posiciones presupuestarias saneadas y reducir las ratios de deuda pública es motivo de especial preocupación, dados los futuros retos fiscales asociados al envejecimiento de la población. Según las últimas estimaciones de la Comisión Europea y el Comité de Política Económica de la UE, se prevé

**En general, la aplicación del Pacto es susceptible de mejora**

**El envejecimiento de la población es un reto importante**

**Cuadro 5 Cambios previstos en algunas ratios gasto/PIB relacionadas con el envejecimiento de la población entre el 2004 y el 2050<sup>1)</sup>**

	Pensiones (1)		Atención sanitaria (2)		Cuidados de larga duración (3)		Total (1+2+3)	
	EC/CPE	OCDE	EC/CPE	OCDE	EC/CPE	OCDE	EC/CPE	OCDE
Bélgica	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Alemania	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irlanda	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grecia	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
España	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Francia	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italia	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Chipre	12,9	n.d.	1,1	n.d.	n.d.	n.d.	14,0	n.d.
Luxemburgo	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	n.d.	1,8	n.d.	0,2	n.d.	1,6	n.d.
Países Bajos	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Austria	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugal	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Eslovenia	7,3	n.d.	1,6	n.d.	1,2	n.d.	10,1	n.d.
Finlandia	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
<b>Zona del euro<sup>2)</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>4,7</b>	<b>8,9</b>

Fuentes: Comité de Política Económica, Grupo de Trabajo sobre el Envejecimiento, enero del 2006, y OCDE (2007), Economic Outlook.

Nota: n.d.= no disponible.

1) Pueden preverse ligeras reducciones, debido al menor gasto en educación y en desempleo.

2) Excluidos Grecia, Chipre, Malta y Eslovenia.

que el gasto público en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración aumentará un 4,7% del PIB entre el 2004 y el 2050 en la zona del euro en su conjunto, aunque alcanzará niveles considerablemente más elevados en algunos países<sup>19</sup>. Se espera que únicamente una proporción relativamente reducida de este gasto adicional se vea compensada con una disminución del gasto en prestaciones por desempleo y en educación. Estimaciones más recientes de la OCDE apuntan a que la carga fiscal relacionada con el envejecimiento de la población puede ser aún mayor de lo supuesto anteriormente, especialmente en el ámbito de la atención sanitaria y los cuidados de larga duración (véase cuadro 5)<sup>20</sup>. Es evidente que, en la mayor parte de los países, el saneamiento presupuestario no es suficiente para afrontar estos retos, por lo que también es necesario acometer nuevas reformas sistémicas o paramétricas, especialmente de los sistemas de pensiones<sup>21</sup>.

Además, la mejora de la calidad de las finanzas públicas con el objeto de impulsar el crecimiento económico sigue siendo un reto clave para los países de la zona del euro. Las reformas de los sistemas impositivos y de prestaciones sociales pueden contribuir al aumento del empleo y del crecimiento de la productividad. Además, si la eficiencia del gasto público se establece como objetivo prioritario y se aumenta, podría generarse un margen de maniobra para aliviar la presión fiscal, todavía elevada, en muchos Estados miembros<sup>22</sup>.

La aplicación de políticas presupuestarias orientadas a la estabilidad constituye un requisito indispensable para el correcto funcionamiento de la Unión Monetaria, así como para evitar diferenciales innecesarios entre países. En la siguiente sección se presentan algunas regularidades empíricas sobre los diferenciales de crecimiento del producto real y de inflación entre los distintos países.

19 Véase «The long-term sustainability of public finances in the European Union», European Economy n.º 4, Comisión Europea (2006).

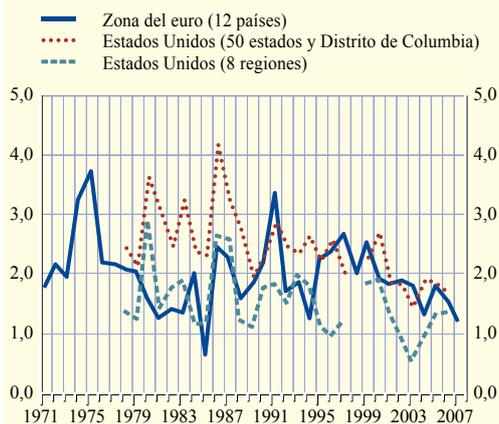
20 Véase OECD Economic Outlook, junio 2007.

21 Véase el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: proyecciones y consecuencias», en el Boletín Mensual de octubre del 2006. Véase también A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», Occasional Paper n.º 51, BCE.

22 Véase el artículo titulado «La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

**Gráfico 4** Dispersión del crecimiento del PIB en los países de la zona del euro y en regiones y estados de Estados Unidos

(desviación típica sin ponderar; puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea y US Bureau of Economic Analysis.  
Nota: Hay una ruptura en las dos series de Estados Unidos en el período 1997-1999 (no se dispone de datos para 1998).

### 4.3 DIFERENCIALES ENTRE PAÍSES

La evolución macroeconómica general de la zona del euro, descrita también en la sección 4.1, oculta ciertas diferencias en los distintos países de la zona. En esta sección se analizan estas diferencias, primero en términos de diferenciales en el crecimiento del PIB real y, en segundo lugar, en lo que respecta a la evolución de precios y costes en los países de la zona<sup>23</sup>.

Al igual que en cualquier unión monetaria, la existencia de determinados diferenciales de crecimiento del producto real en la zona del euro es natural, como los relacionados con los efectos del proceso de convergencia, que se producen cuando el nivel de renta de un país se acerca al de otros países más desarrollados en la unión monetaria. Otros diferenciales pueden plantear algunos retos si su duración es prolongada. Estas diferencias pueden ser reflejo, por ejemplo, de políticas eco-

La existencia de diferenciales macroeconómicos es natural en una unión monetaria

nómicas nacionales inadecuadas, de rigideces estructurales o del mal funcionamiento de los mecanismos de ajuste en los distintos países, cuestiones que deben ser consideradas por los responsables políticos nacionales. Los diferenciales que tienen su origen en la falta de comercio transfronterizo y de integración deben tratar de reducirse mediante la implantación plena del Mercado Único. Es necesario disponer de mecanismos de ajuste eficientes para evitar situaciones que conduzcan a que un país o una región de la zona del euro comiencen un período prolongado de bajo crecimiento y altos niveles de desempleo o un largo período de recalentamiento después de sufrir una perturbación específica. La política monetaria única del BCE no puede abordar directamente los diferenciales de crecimiento y de inflación, sino que contribuye al correcto funcionamiento de la UEM preservando la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto.

### EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

La magnitud de las diferencias observadas actualmente en el crecimiento del producto en los países de la zona del euro no es relevante, tanto en términos históricos como si se compara con otras áreas monetarias importantes.

Como se desprende del gráfico 4, la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real en el grupo de 12 países que integraban la zona del euro en el año 2001, medida por la desviación típica sin ponderar, ha estado fluctuando en torno a 2 puntos porcentuales, y no ha mostrado una tendencia ascendente o descendente clara en los últimos 35 años.

El nivel actual de dispersión del crecimiento del producto en la zona del euro no parece presentar grandes diferencias con respecto al observado en regiones o estados de Estados Unidos (véase gráfico 4)<sup>24</sup>.

Los diferenciales de crecimiento de producto en la zona del euro son moderados

23 Véase el artículo titulado «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

24 Para conocer un análisis exhaustivo de la evidencia sobre los diferenciales de crecimiento del producto, véase N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», Occasional Paper n.º 45, BCE, 2006.

Los diferenciales de crecimiento son de carácter persistente...

Si se considera la evolución por países (véase cuadro 6), desde principios de los años noventa, las tasas de crecimiento se han situado continuamente por encima de la media de la zona del euro en algunos de ellos. En líneas más generales, los diferenciales de crecimiento del PIB real entre los distintos países de la zona reflejan fundamentalmente disparidades prolongadas en el crecimiento tendencial y, en menor medida, diferencias cíclicas. En cambio, el grado de sincronización del ciclo económico en los países individuales de la zona parece haber aumentado desde comienzos de la citada década.

Las causas del carácter persistente de los diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro pueden estar relacionadas, por ejemplo, con las políticas estructurales (incluido el diseño de instituciones), con diferencias en la evolución de los factores de oferta y en los procesos de convergencia, así como con la combinación de perturbaciones que afectan a determinados países y del funcionamiento de los mecanismos de ajuste.

...debido, en parte, a rigideces relacionadas con el proceso de convergencia y de ajuste...

En cierta medida, los diferenciales de crecimiento del producto pueden ser reflejo de la larga duración de los procesos de convergencia de los países con niveles más bajos de renta. Entre los países de la zona del euro que pertenecían a este grupo en los años ochenta, Irlanda, Grecia y España han realizado notables progresos desde entonces, mientras que, en Portugal, el PIB per cápita en relación con la zona del euro ha disminuido desde la introducción del euro. Irlanda alcanzó la media de la zona a finales de la década de los noventa, e incluso la ha superado considerablemente en los últimos años.

...pero también a las políticas fiscales y estructurales

La existencia de diferencias de carácter persistente en el crecimiento del producto puede deberse, hasta cierto punto, al prolongado impacto de las perturbaciones económicas y de las políticas estructurales. Se dispone de poca evidencia que demuestre que alguna de las principales perturbaciones comunes de los últimos años ha sido, por sí misma, un factor relevante en los persistentes diferenciales de crecimiento del PIB real. En cambio, la literatura empírica disponible pone de manifiesto que las perturbaciones que afectan a países concretos y los cambios de orientación de la política, como es el caso de las políticas fiscales y las reformas estructurales, han influido más que las perturbaciones comunes en la aparición de diferenciales de crecimiento del producto en los últimos años, así como que la incidencia de estos factores puede ser muy duradera<sup>25</sup>.

El lento funcionamiento de los mecanismos de ajuste puede contribuir a incrementar los diferenciales de crecimiento del producto que tienen su origen en perturbaciones que afectan a países concretos. En una unión monetaria como la zona del euro, con una moneda y una política monetaria únicas, el principal mecanismo de ajuste —a falta de un grado elevado de movilidad laboral y de transferencias fiscales entre

**Cuadro 6 Tasas de crecimiento del PIB en los países de la zona del euro**

(tasas medias de variación interanual)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zona del euro	2,3	2,0	2,2
Bélgica	2,2	3,4	2,3
Alemania	2,0	2,3	1,5
Irlanda	3,1	6,7	6,4
España	2,7	2,5	3,8
Grecia	0,8	1,7	4,1
Francia	2,5	1,7	2,1
Italia	2,6	1,4	1,4
Chipre	-	4,5	3,7
Luxemburgo	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Países Bajos	1,7	3,0	2,3
Austria	2,0	2,5	2,3
Portugal	3,4	2,8	1,7
Eslovenia	-	1,4	4,4
Finlandia	3,6	1,3	3,4

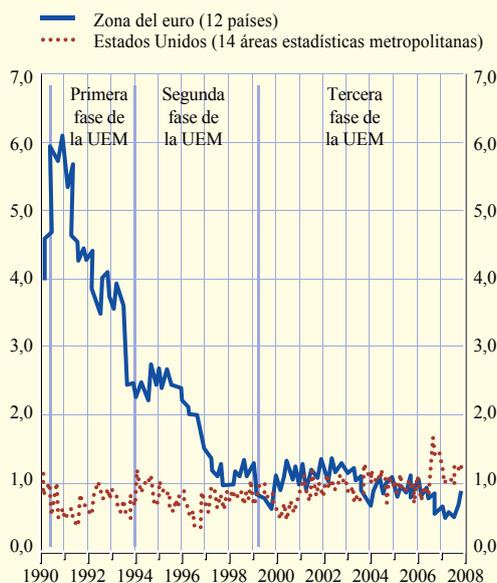
Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Notas: Los datos para el 2007 son estimaciones de la Comisión Europea (previsiones de otoño del 2007).

25 Para conocer análisis recientes de este tema, véanse D. Giannone y L. Reichlin, «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», Working Paper n.º 595, BCE, 2006, y A. Buisán y F. Restoy, «Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU», Documento Ocasional n.º 0504, 2005, Banco de España.

**Gráfico 5** Dispersión de las tasas de inflación anual en los países de la zona del euro y en 14 áreas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos desde 1990

(desviación típica sin ponderar; puntos porcentuales)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y US Bureau of Labor Statistics.

reducido en todos los países de la zona, y actualmente se sitúan en niveles similares a los observados en Estados Unidos. La dispersión de la inflación puede tener su origen en los ajustes para alcanzar el equilibrio y en el proceso de convergencia de los niveles de precios. No obstante, también puede deberse a rigideces estructurales y a un crecimiento excesivo de los salarios y, por tanto, si su duración es prolongada, podría generar pérdidas de competitividad con efectos adversos en el producto y en el empleo.

Desde los años noventa, el grado de dispersión de la inflación en el grupo de doce países que integraban la zona del euro en el año 2001 se ha caracterizado por una acusada tendencia a la baja, estabilizándose a partir de 1998 (véase gráfico 5).

Si se establece una comparación con Estados Unidos, una unión monetaria existente hace mucho tiempo, el gráfico 5 muestra que la dispersión de las tasas de inflación en catorce áreas estadísticas metropolitanas estadounidenses ha estado fluctuando en un nivel próximo al observado en los países de la zona del euro desde el 2004<sup>28</sup>.

La inflación general disminuyó en todos los países de la zona del euro en el período 1999-2007, en comparación con el período 1990-1998, excepto en Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos, donde aumentó (véase cuadro 7). El detalle de la trayectoria de los precios muestra que, en la mayoría de los países de la zona, los costes

países— es el comercio transfronterizo o canal de competitividad<sup>26</sup>. Otro canal de características ligeramente diferentes es el «canal de distribución del riesgo»<sup>27</sup>. La evidencia disponible muestra que el canal de la competitividad parece necesitar un período de tiempo relativamente prolongado para dejar sentir sus efectos en la zona del euro, como consecuencia de las rigideces estructurales y de la falta de plena implantación del Mercado Único. Esto hace que, al responder a perturbaciones asimétricas, es posible que se observen diferenciales de precios y de inflación más elevados, así como un aumento del desempleo a escala regional, de lo que habría sido el caso con un nivel mayor de competencia transfronteriza e integración económica.

#### DIFERENCIALES DE INFLACIÓN Y DE CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

El proceso de convergencia real ha ido acompañado de una disminución de la dispersión de la inflación y del crecimiento de los costes laborales en la zona del euro. Los diferenciales de inflación se han

En general, la inflación de la zona del euro ha disminuido

Los diferenciales de inflación son reducidos

26 El canal de la competitividad funciona como sigue: tras una perturbación que afecta a los salarios, o una perturbación que sitúa el producto de un país por encima de su potencial, las presiones inflacionistas internas —sobre los salarios y sobre otros costes internos— provocarán un deterioro de la competitividad exterior. A su vez, esto reducirá la demanda de exportaciones del país, de forma que la menor demanda exterior tenderá a hacer que el producto recupere su nivel potencial y a amortiguar las presiones inflacionistas previas.

27 Este mecanismo supone, fundamentalmente, que el consumo no sigue obligatoriamente las fluctuaciones observadas en el producto porque los consumidores pueden obtener financiación en el extranjero.

28 Las catorce áreas estadísticas metropolitanas consideradas son Nueva York, Filadelfia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco y Seattle.

internos parecen haber sido el principal factor asociado a los diferenciales de inflación con respecto a la media de la zona del euro en el periodo 1999-2006 (véase cuadro 8). Entre los factores internos, las diferencias en el crecimiento de los costes laborales unitarios —a su vez, más estrechamente vinculadas a las divergencias observadas en la evolución de los salarios que a las diferencias en el crecimiento de la productividad del trabajo— parecen haber desempeñado un papel destacado. No obstante, al parecer, las variaciones en los costes de las importaciones también han contribuido a los diferenciales de inflación.

En una unión monetaria es normal que existan algunos diferenciales de inflación y de coste, y que el proceso de ajuste para alcanzar el equilibrio entre precios y costes en una unión monetaria se asocie al ajuste de los precios relativos en las distintas regiones y sectores. Este mecanismo, que en cierta medida es una característica normal de un proceso de convergencia o, en términos más generales, de los diferenciales observados en la evolución de la productividad, puede generar diferenciales de inflación entre las distintas regiones y sectores de una unión monetaria<sup>29</sup>.

29 Véanse, entre otros trabajos, I. Angeloni y M. Ehrmann (2004), «Euro area inflation differentials», Working Paper n.º 388, BCE, y F. Altissimo, P. Benigno y D. Rodríguez-Palenzuela (2004), «Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies», presentado en el seminario del BCE titulado «Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area», Frankfurt, 13-14 de diciembre de 2004, que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

**Cuadro 7 Tasas de inflación medidas por el IPC/IAPC en los países de la zona del euro**

(tasas medias de variación interanual)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zona del euro	7,6	3,0	2,1
Bélgica	4,9	2,1	2,0
Alemania	2,9	2,2	1,6
Irlanda	9,3	2,5	3,4
Grecia	19,5	11,8	3,2
España	10,2	4,4	3,1
Francia	7,4	2,1	1,8
Italia	11,2	4,4	2,3
Chipre	-	-	2,6
Luxemburgo	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Países bajos	2,9	2,2	2,4
Austria	3,8	2,4	1,7
Portugal	17,7	6,1	2,9
Eslovenia	-	-	5,5
Finlandia	7,3	2,5	1,6

Fuente: BCE.

Notas: Las cifras se refieren a la inflación medida por el IAPC, a partir del año del que se dispone de datos, y a la inflación medida por el IPC en años anteriores. Se dispone de datos de Eslovenia a partir de 1996, y de Chipre y Malta a partir de 1997. Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

**Cuadro 8 Contabilización de la inflación para el período 1999-2007**

(puntos porcentuales medios anuales; datos relativos a la zona del euro)

	Deflactor de la demanda final			Variación total	Costes laborales unitarios	
	Variación total	Contribución a la variación total			Remuneración por asalariado	Inversa de la productividad del trabajo
		Costes internos	Costes de las importaciones			
Bélgica	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Alemania	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Irlanda	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Grecia	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
España	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Francia	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Italia	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Chipre	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luxemburgo	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Países Bajos	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Austria	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugal	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Eslovenia	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finlandia	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea y Eurostat.

Notas: En este cuadro se presentan las desviaciones de la tasa media de crecimiento de cada variable con respecto a la media de la zona del euro. Las cifras pueden interpretarse como sigue: en el caso de Bélgica, por ejemplo, la variación total del deflactor de la demanda final fue 0,3 puntos porcentuales más alta que la del conjunto de la zona del euro por año en el periodo 1999-2007. La contribución del coste medio de las importaciones en Bélgica en relación con la zona del euro a la variación relativa observada en el deflactor de la demanda final fue de 0,5 puntos porcentuales por año, mientras que la de los costes internos fue de -0,2 puntos porcentuales por año.

Los diferenciales de inflación de la zona del euro han sido bastante persistentes, en el sentido de que muchos países han mantenido sistemáticamente una brecha de inflación positiva o negativa con respecto a la media de la zona durante un período prolongado (véase recuadro 1).

Varios factores, que están intrínsecamente interrelacionados, pueden explicar la existencia de diferenciales de inflación y de crecimiento de los costes laborales de carácter duradero en la zona del euro<sup>30</sup>. Concretamente puede realizarse una distinción entre factores relacionados con los procesos de convergencia y de integración económica, factores asociados a diferencias persistentes o permanentes en las estructuras económicas nacionales, y factores inducidos por las políticas, que guardan relación con la ejecución y el funcionamiento de las políticas fiscales, estructurales y salariales nacionales o con las diversas respuestas regionales a las políticas del conjunto de la zona del euro.

Si se consideran en primer lugar los factores relacionados con la convergencia y la integración económica, la puesta en marcha del Mercado Único europeo en la primera mitad de la década de los noventa y la ulterior introducción de la moneda única en 1999 han contribuido a un notable descenso de la dispersión del nivel de precios, principalmente en lo que respecta a los bienes comerciables. Es probable que la convergencia de los precios de estos bienes hacia un nivel común a largo plazo haya tenido cierta influencia sobre algunos de los diferenciales de inflación observados en los primeros años de existencia del euro.

Los diferenciales de inflación en los países de la zona del euro también pueden ser consecuencia de la convergencia de los niveles de los precios de los bienes no comerciables y de los servicios<sup>31</sup>. A menudo, este efecto del proceso de convergencia se asocia a los diferenciales de crecimiento de la productividad entre el sector de bienes comerciables y el de bienes no comerciables o, en términos más generales, al proceso de convergencia de los niveles de vida en términos del PIB per cápita en las distintas economías. Por ejemplo, de acuerdo con el efecto Balassa-Samuelson, los países que presentan acusadas diferencias entre sectores en la evolución de la productividad en comparación con otros países (con un crecimiento relativamente más elevado de la productividad del sector de bienes comerciables) tenderían a registrar un crecimiento de los salarios y una inflación comparativamente más elevados en el sector de bienes no comerciables. Como la apreciación del tipo de cambio nominal no es posible en una unión monetaria, estos países tendrían una inflación general más elevada en términos relativos. No obstante, la evidencia empírica acerca de este efecto es heterogénea.

En segundo lugar, los diferenciales de inflación o de precios también pueden tener su origen en diferencias estructurales normales, como la heterogeneidad en las preferencias de los consumidores y las divergencias en el grado de exposición nacional a variaciones del tipo de cambio del euro y del precio de las materias primas. En particular, las diferencias en el nivel de apertura y en la composición del comercio internacional podrían ser factores que expliquen los diferenciales de inflación.

En tercer lugar, las políticas aplicadas en la zona del euro y a escala regional podrían determinar por sí mismas, el grado de heterogeneidad de una unión monetaria. Por ejemplo, la política fiscal puede provocar la ampliación de los diferenciales de inflación a través del uso incorrecto de los instrumentos fiscales (véase sección 4.2). Las rigideces estructurales y la falta de implantación plena del Mercado Único pueden dar lugar a la aparición de diferenciales de precios más amplios que cuando existe un nivel más elevado de competencia transfronteriza e integración económica. Las políticas estructurales y salariales aplicadas a nivel nacional o regional también pueden generar diferenciales de inflación. Por

**Algunos diferenciales se deben a la convergencia de los niveles de precios**

**Algunos diferenciales tienen su origen en políticas inadecuadas**

30 Véase el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2005.

31 Los bienes no comerciables son bienes y servicios que, en gran parte, se comercializan en el ámbito local.

ejemplo, el hecho de que los convenios colectivos de algunos países de la zona del euro incluyan cláusulas de indiciación puede demorar los ajustes necesarios y contribuir a la persistencia de los diferenciales citados, aumentando la inercia de la inflación en dichos países.

#### Recuadro I

### ENTENDER LOS MOTIVOS DE LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN Y LOS DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN SALARIAL

Además de perturbaciones que afectan a países concretos, una fuente importante de la existencia de diferenciales de inflación y de crecimiento son las posibles diferencias en la flexibilidad de los precios y de los salarios en los distintos países. En cualquier caso, para la ejecución de la política monetaria es fundamental conocer a fondo los factores determinantes de la evolución de los precios y los salarios en los diferentes países. Dada la relevancia de estos temas, el SEBC ha creado dos redes, la Red sobre la persistencia de la inflación [Inflation Persistence Network (IPN)] y la Red sobre la dinámica de los salarios [Wage Dynamics Network (WDN)]. En este recuadro se presentan los principales resultados del trabajo de las dos redes.

La IPN se puso en marcha en el 2003 y presentó los resultados de sus trabajos de investigación en una conferencia celebrada en diciembre del 2004<sup>1</sup>. La IPN adoptó tres enfoques para abordar la persistencia de la inflación: el estudio de datos macroeconómicos, el análisis detallado de datos microeconómicos sobre las variaciones de los precios individuales de los precios industriales y de consumo, y encuestas a empresas con el objetivo de identificar los factores que más influyen en el proceso de determinación de precios.

Las principales conclusiones de estos análisis fueron las siguientes. En primer lugar, con el régimen monetario actual, se ha constatado que el grado de persistencia de la inflación es moderado. Esto contrasta con la experiencia de la época anterior de inflación elevada, en la que el anclaje de las expectativas era menos firme. Esto hacía que las perturbaciones que afectaban a la inflación tendieran a provocar modificaciones más prolongadas de la inflación. En segundo lugar, según los análisis realizados a partir de datos microeconómicos sobre variaciones de los precios, la rigidez de los precios de consumo parece ser mayor en la zona del euro que en Estados Unidos. Por ejemplo, los precios individuales de la zona del euro suelen modificarse en intervalos de 12 a 15 meses, mientras que en Estados Unidos se modifican cada seis meses. En tercer lugar, existe una heterogeneidad considerable en el proceso de determinación de los precios en los distintos sectores, pero no parece haber diferencias importantes en cuanto a la frecuencia de cambios de los precios. Por ejemplo, los precios de los alimentos y de la energía cambian mucho más a menudo que los precios de los servicios. En cuarto lugar, las reducciones de precios son bastante habituales (alrededor del 40% de las variaciones de los precios de consumo son recortes), lo que indica que los precios no están tan sujetos a rigideces nominales a la baja como se pensaba. En quinto lugar, la evidencia procedente de encuestas pone de manifiesto que el proceso de ajuste de los precios suele llevarse a cabo en dos etapas: primero, las empresas revisan los precios y posteriormente se modifican. Ciertamente, las revisiones de los precios se realizan con mucha más frecuencia que las modificaciones de éstos. En cuanto a los determinantes de los cambios de los precios, los resultados de la encuesta muestran que alrededor de una tercera parte de las empresas de la zona del euro fijan los precios a intervalos regulares («determinación de precios dependiente del tiempo»).

1 Véase F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets (2005), «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», Occasional Paper n.º 46, BCE.

po)), mientras que una quinta parte modifican sus precios cuando acontecimientos específicos llevan a una desviación suficientemente amplia entre el precio real y el precio deseado («determinación de precios dependiente del estado»). El resto sigue una estrategia combinada. Tanto la evidencia procedente de las encuestas como el análisis de las variaciones de los precios individuales señalan que un importante factor determinante de la frecuencia de modificación de los precios es la volatilidad de los costes de las empresas. Por ejemplo, los precios tienden a modificarse con mucha menos frecuencia en sectores en los que los salarios, que ya de por sí muestran una tendencia a ser bastante rígidos, representan un porcentaje elevado de los costes totales de las empresas.

Las conclusiones de la IPN pusieron de relieve la necesidad de conocer más a fondo los factores determinantes de la dinámica de los salarios. Por tanto, en el año 2006 se creó la WDN. En esta red participan investigadores de la zona del euro, pero también de bancos centrales que no pertenecen a la red. Se están siguiendo cuatro líneas de investigación. La primera se centra en el análisis de los salarios y costes laborales, en términos agregados y por sectores, y en su interacción con la evolución de los precios. La segunda línea se centra en el análisis de datos microeconómicos sobre los salarios, y trata, entre otras cosas, de establecer las características y la magnitud de las rigideces de los salarios y de los mercados de trabajo. En tercer lugar, la WDN ha empezado a realizar una encuesta a empresas con el fin de identificar los principales mecanismos que determinan sus prácticas de fijación de salarios. Por último, el metaanálisis de los resultados tiene por objeto extraer las principales conclusiones de la investigación e identificar las repercusiones relevantes para la política. Los resultados del trabajo de la WDN se presentarán en una conferencia que se celebrará en junio del 2008.

Como consecuencia de los persistentes diferenciales de inflación observados, los países de la zona del euro han registrado diferencias notables en lo que respecta a la evolución de los indicadores nacionales de competitividad de los precios. Los indicadores armonizados de competitividad (IAC), que se basan en las medias ponderadas de los precios relativos deflactados por el IAPC, proporcionan una medida comparable de los niveles de competitividad de los precios en los distintos países de la zona<sup>32</sup>. En el gráfico 6 se muestra que, en el período 1999-2007, Alemania, Austria y Finlandia experimentaron ascensos muy moderados de sus IAC, lo que indica que esta medida de la competitividad de los precios sólo se redujo ligeramente, mientras que estos indicadores se incrementaron de manera especialmente acusada en Irlanda y España. La trayectoria de los costes laborales unitarios relativos proporciona una imagen igualmente heterogénea de la evolución de la competitividad en los países individuales de la zona del euro. Las variaciones de los precios o costes relativos son uno de los canales de ajuste más importantes de la zona del euro. La reducción de los costes laborales no es una política que sirva para «empobrecer al vecino», al contrario, contribuye a que disminuyan las presiones inflacionistas, lo que habitualmente propicia recortes de los tipos de interés en toda la zona. El mantenimiento de la moderación de los costes laborales favorece el empleo estructural, más allá del efecto positivo de aumento de la competitividad y mejores resultados de la balanza comercial. Los descensos prolongados del nivel de competitividad de los precios y de los costes pueden tener efectos adversos en el producto y el empleo, así como en la balanza comercial y por cuenta corriente, salvo que vayan asociados a ajustes del equilibrio entre precios y costes (véase gráfico 7)<sup>33</sup>.

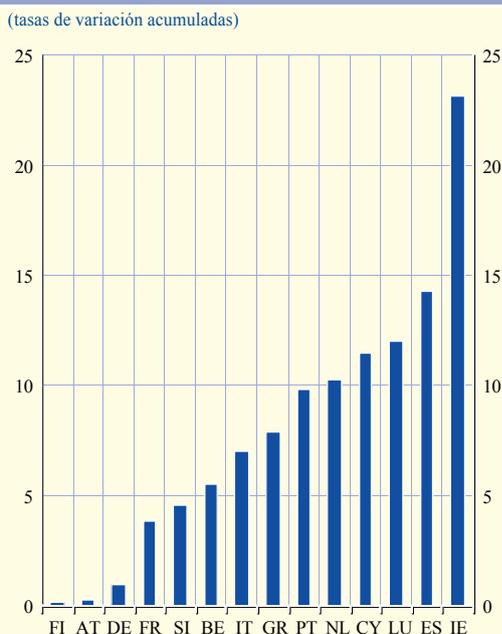
Los diferenciales pueden generar pérdidas de competitividad y de crecimiento del producto

32 Véase el recuadro titulado «La introducción de los indicadores armonizados de competitividad de los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2007. En futuras ampliaciones de este conjunto de indicadores será de utilidad comparar los IAC actuales basados en la evolución de los precios de consumo con los indicadores basados en deflatores que incluyen menos productos y servicios no comerciables, que pueden tener un grado mayor de relación con la competitividad de los sectores exteriores de los países.

33 Véase el recuadro titulado «La balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro desde la perspectiva del ahorro y de la inversión», en el Boletín Mensual de julio del 2007.

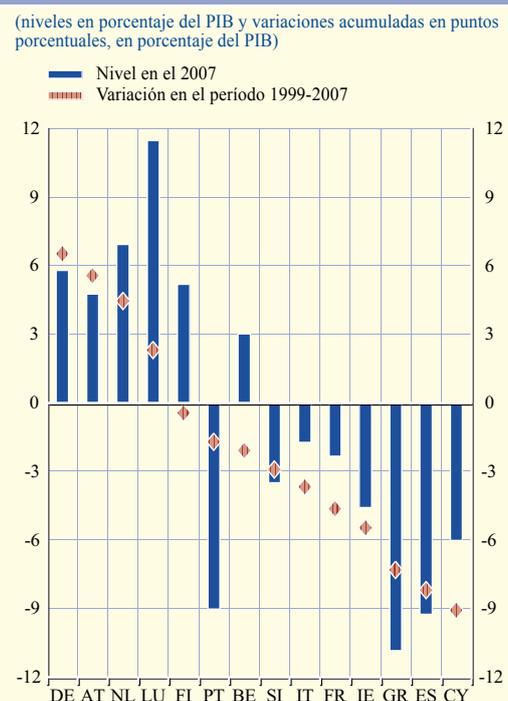
**La persistencia de los diferenciales es una cuestión que debe tomarse en consideración**

**Gráfico 6 Indicadores armonizados de competitividad en los países de la zona del euro en el período 1999-2007**



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.  
 Notas: Medias ponderadas deflactadas por el IPC de las tasas de inflación relativas calculadas por el BCE frente a un grupo de 44 socios comerciales y países de la zona del euro. Un aumento refleja una mejora real efectiva, es decir, una caída de este indicador de la competitividad nacional. Los países están clasificados de menor a mayor crecimiento del indicador.

**Gráfico 7 Posiciones de la balanza por cuenta corriente en el 2007 y variaciones acumuladas en los países de la zona del euro en el período 1999-2007**



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

Por último, la persistencia de diferenciales de inflación y de crecimiento durante períodos más prolongados puede ser, en muchos casos, un fenómeno de equilibrio determinado por los procesos de convergencia o por los diferenciales observados en el crecimiento potencial. Sin embargo, si estos diferenciales son atribuibles a ineficiencias de carácter estructural o a políticas nacionales inadecuadamente coordinadas (incluidas las políticas de fijación de salarios), pueden ser motivo de preocupación. Dado que, en la zona del euro, ya no se puede recurrir a las políticas monetarias o cambiarias nacionales es importante asegurar que los demás mecanismos de ajuste a perturbaciones funcionen correctamente. Las rigideces observadas en los mecanismos de fijación de precios y salarios o la actual evolución excesivamente dinámica de los salarios pueden postergar los ajustes necesarios de los precios relativos a perturbaciones económicas y generar una inflación relativamente elevada durante un período prolongado en algunos países. A su vez, esto podría contribuir a la acumulación de desequilibrios internos y a pérdidas de competitividad de los precios y de los costes en la zona del euro, lo que también podría frenar el crecimiento del producto y del empleo. Para que los ajustes económicos que se realicen en la zona del euro sean eficientes y funcionen correctamente, es necesario suprimir las barreras institucionales y adoptar mecanismos flexibles de fijación de precios y salarios, completar la implantación del Mercado Único y, en consecuencia, aumentar la competencia en el ámbito nacional y transfronterizo (véase sección 4.1), así como aplicar políticas fiscales prudentes.

La aplicación de políticas firmes también es muy importante para los países que aspiran a incorporarse a la zona del euro en el futuro. La ampliación de la zona se considera en la siguiente sección.

#### 4.4 LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se considera la ampliación de la zona del euro desde 1999, se describe la situación actual en relación con futuras ampliaciones de la zona y se pone de relieve la necesidad de alcanzar una convergencia sostenible como requisito indispensable para la incorporación a la zona del euro (véase también el capítulo 2).

##### TRES AMPLIACIONES DE LA ZONA DEL EURO

Como se menciona en el capítulo 2, desde la introducción del euro en 1999 por parte de once Estados miembros de la UE, la zona del euro se ha ampliado en tres ocasiones, y actualmente la integran quince países.

##### FUTURAS AMPLIACIONES DE LA ZONA DEL EURO

En la actualidad hay doce países de la UE que todavía no han adoptado el euro, y existen importantes diferencias en el estatus jurídico y en la fase del proceso de convergencia en que se encuentran. Dinamarca y el Reino Unido, en particular, disfrutaban de un estatus especial basado en una «cláusula de exclusión voluntaria», según la cual el grado de convergencia alcanzado para incorporarse a la zona del euro únicamente se evaluará si así lo solicitan estos países.

Los diez países restantes (Bulgaria, la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Suecia) son Estados miembros de la UE acogidos a una excepción, lo que significa que se han comprometido a adoptar el euro en el futuro. Sin embargo, las fechas concretas y la senda óptima que debe seguir el proceso de convergencia para la adopción del euro tendrán que considerarse país por país.

Para la adopción del euro es necesario que la moneda de un país candidato participe en el MTC II durante al menos dos años, sin que se produzcan tensiones severas en el período previo a la evaluación de la convergencia, así como que se cumplan los demás «criterios de Maastricht».

Cinco Estados miembros de la UE que actualmente no pertenecen a la zona del euro participan en el MTC II. Estos países se incorporaron a este mecanismo en fechas diferentes, y algunos han asumido compromisos unilaterales en relación con el tipo de cambio. El 1 de enero de 1999, Dinamarca entró a formar parte del MTC II con una banda de fluctuación de  $\pm 2,25\%$  en torno a la paridad central de su moneda. El 28 de junio de 2004, Estonia, Lituania (y también Eslovenia) se integraron en este mecanismo, los dos primeros con una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$ . Además, estos países decidieron continuar con su régimen de *currency board* como compromiso unilateral. El 2 de mayo de 2005 se incorporó Letonia (junto con Chipre y Malta). Letonia decidió integrarse con una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$ , pero ha mantenido una banda de  $\pm 1\%$  como compromiso unilateral. Por último, el 25 de noviembre de 2005, Eslovaquia se integró en el MTC II con una banda de fluctuación de  $\pm 15\%$ .

Actualmente, Bulgaria, la República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia son los únicos Estados miembros de la UE acogidos a una excepción que todavía no se han incorporado al MTC II (véase cuadro 9).

##### NECESIDAD DE ALCANZAR UN GRADO SOSTENIBLE DE CONVERGENCIA

Para incorporarse a la zona del euro, los Estados miembros deben cumplir una serie de criterios de convergencia legal y económica. El cumplimiento de estos criterios asegura una integración sostenible de un país en la Unión Monetaria. Este enfoque se basa en argumentos económicos sólidos. Cuando un

Doce países de la UE todavía no han adoptado el euro

Cinco países participan en el MTC II

Beneficios de la convergencia sostenible

**Cuadro 9 Planes de integración monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro**

País	Intención de incorporación al MTC II	Intención de adopción del euro
Bulgaria	En cuanto sea posible.	Intención de adoptar el euro en cuanto sea posible.
República Checa	Participación en el MTC II sólo durante el período mínimo de dos años anterior a la integración en la UEM. Se mantendrá el objetivo de inflación hasta que finalice el proceso de integración monetaria. Cada año, el Gobierno y el banco central nacional evalúan conjuntamente el grado de cumplimiento de las condiciones para la incorporación al MTC II y a la zona del euro.	La última actualización del informe «Czech Republic's euro area accession strategy», aprobado por las autoridades checas en agosto del 2007, señala que algunas de las condiciones que han de cumplirse para poder adoptar el euro todavía deben alcanzar parámetros satisfactorios. Los principales obstáculos están relacionados con la necesidad de aumentar la flexibilidad de la economía y promover el ajuste de la política fiscal.
Dinamarca	Participa en el MTC II.	Actualmente no hay planes. El resultado del referéndum sobre la adopción del euro celebrado en septiembre del 2000 fue de un 53% de votos en contra.
Estonia	Participa en el MTC II.	Intención de adoptar el euro en cuanto sea posible.
Letonia	Participa en el MTC II.	Intención de adoptar el euro en cuanto sea posible.
Lituania	Participa en el MTC II.	Intención de adoptar el euro en cuanto sea posible.
Hungría	El programa de convergencia actualizado no menciona una fecha determinada para la incorporación al MTC II, y únicamente indica que dicha incorporación dependerá del restablecimiento de la credibilidad fiscal.	El programa de convergencia actualizado no menciona una fecha para la incorporación a la zona del euro.
Polonia	Participación en el MTC II sólo durante el período mínimo de dos años. No se ha establecido una fecha determinada para la incorporación al MTC II.	El programa de convergencia actualizado no menciona una fecha determinada para la adopción del euro.
Rumanía	Según el programa de convergencia del 2007, no hay intención de incorporarse al MTC II antes del 2012, y planea participar en el MTC II durante el período mínimo exigido antes de adoptar el euro.	No antes del 2014.
Eslovaquia	Participa en el MTC II.	Tratará de cumplir el valor de referencia para las finanzas públicas en el 2007 y de incorporarse a la zona del euro en el 2009.
Suecia	Actualmente no hay planes.	Actualmente no hay planes. El resultado del referéndum sobre la adopción del euro celebrado en septiembre del 2003 fue del 56% de votos en contra.
Reino Unido	Actualmente no hay planes.	En cuanto se superen las cinco pruebas fijadas por el Gobierno.

Fuente: SEBC.

país se integra en la Unión Monetaria pierde la posibilidad de recurrir a la política de tipos de interés. Dado que, en la UEM, las decisiones de política monetaria se adoptan tomando en consideración la situación económica imperante en la zona del euro en su conjunto, se exige haber alcanzado un grado sostenible de convergencia económica para garantizar que la economía del país en cuestión está adecuadamente preparada para incorporarse a la unión monetaria.

La adopción del euro puede reportar considerables beneficios a un país que haya alcanzado una convergencia sostenible. Entre estos beneficios se incluye la desaparición de los riesgos de tipo de cambio frente a los principales socios comerciales, la reducción de los costes de transacción y de información, mayor protección frente a determinadas perturbaciones financieras, y la disminución de las primas de riesgo y de los tipos de interés a largo plazo, como consecuencia de un marco creíble de aplicación de las políticas fiscal y mo-

netaria. Para el conjunto de la zona del euro —y para la UE—, la principal ventaja de la ampliación de la zona es la culminación del mercado interior de bienes, servicios y capitales. No obstante, estos beneficios no se obtendrían en caso de adopción prematura del euro por parte de un país, lo que podría resultar perjudicial en muchos aspectos. Las diferencias en los ciclos económicos podrían traducirse en unos tipos de interés «subóptimos» en el contexto nacional (desde la perspectiva tanto de la estabilización económica como de la asignación de recursos) y en la emergencia de «burbujas» o «crisis» locales. Si la convergencia no es sostenible, los países en esta situación podrían tener problemas de competitividad que ya no podrían resolverse mediante ajustes del tipo de cambio. Si la flexibilidad de los salarios y de los precios no es suficiente para adaptarse a cambios en la competitividad o a perturbaciones, existiría asimismo el riesgo de que se produzcan pérdidas económicas durante un período prolongado. Para el conjunto de la zona del euro, la adopción prematura del euro podría menoscabar la credibilidad del proyecto de la UEM.

Los Informes de Convergencia del BCE<sup>34</sup> subrayan que la convergencia debe alcanzarse de forma duradera y no sólo en un determinado momento. Por este motivo, las evaluaciones de los países describen detalladamente el grado de sostenibilidad de la convergencia. A este respecto, la evolución económica de los países se examina con un enfoque retrospectivo de los resultados relativos, en principio, a los últimos diez años. Esto ayuda a determinar mejor si los logros presentes son resultado de verdaderos ajustes estructurales, lo que a su vez debería facilitar una evaluación más exacta de la sostenibilidad de la convergencia económica. Asimismo, y en la medida apropiada, también se analiza la situación desde una perspectiva de futuro. En este contexto cabe destacar que la sostenibilidad de una evolución favorable depende fundamentalmente de que las políticas económicas respondan de forma adecuada y duradera a los desafíos presentes y futuros. En conjunto, se pone de relieve que garantizar la sostenibilidad de la convergencia económica depende tanto del logro de una posición inicial sólida como de las políticas adoptadas tras la introducción del euro .

Para cumplir los criterios de convergencia legal, los países candidatos a incorporarse a la zona del euro han de establecer los fundamentos jurídicos necesarios para participar en la Unión Monetaria, siendo la independencia del banco central un aspecto esencial.

Los criterios de convergencia económica aseguran que los países candidatos han establecido las condiciones económicas que propicien el mantenimiento de la estabilidad de precios y la coherencia de la zona del euro. El marco de análisis incluye la evolución de los precios, de los saldos presupuestarios y las ratios de deuda, de los tipos de cambio y de los tipos de interés a largo plazo, así como otros factores. En la aplicación de estos criterios se observan algunas normas generales:

1. Los distintos criterios se interpretan y se aplican de forma estricta.
2. Los criterios constituyen un conjunto coherente e integrado y deben satisfacerse en su totalidad. El Tratado reseña los criterios en pie de igualdad y no sugiere jerarquía alguna.
3. Los criterios deben cumplirse en función de los datos observados.
4. La aplicación de los criterios de convergencia ha de ser coherente, transparente y sencilla.
5. La convergencia debe alcanzarse de forma duradera y no sólo en un determinado momento.

Cuando un país cumple estos criterios de convergencia legal y económica de manera sostenible se incorpora a la zona del euro. No obstante, la adopción del euro no es el final de la historia. Ciertamente, la integración en la zona del euro no es, por sí misma, una receta para el éxito. Tras la introducción de la moneda única, los países necesitan seguir aplicando las políticas correctas para prosperar en la zona (véanse secciones 4.1, 4.2 y 4.3).

34 Véase el Informe de Convergencia del BCE de mayo del 2008.

Necesidad de alcanzar  
una convergencia sostenible

Los mecanismos de ajuste deben ser más eficientes...

... en aras del correcto funcionamiento de la zona del euro

Hasta la fecha se han obtenido mejoras, pero es necesario continuar con las reformas

La diferenciación salarial favorece la creación de empleo

El Mercado Único debe implantarse plenamente

#### 4.5 LOGROS Y RETOS FUTUROS

Las secciones anteriores ponen de manifiesto que la flexibilidad y la integración económicas son requisitos indispensables para que la zona del euro funcione correctamente, ya que los distintos países o regiones de la zona pueden verse afectados por acontecimientos específicos. Además, la zona del euro debe hacer frente continuamente a perturbaciones y desafíos, por ejemplo, en el ámbito de la evolución de la competencia mundial o de los precios de la energía. Al mismo tiempo, en una unión monetaria ya no existe la posibilidad de recurrir a la política monetaria y cambiaria nacional. Para evitar una situación en la que, tras sufrir una perturbación específica o asimétrica, un país o una región de la zona del euro inicie un período prolongado de crecimiento reducido y de desempleo elevado o una larga fase de recalentamiento, es necesario aplicar otros mecanismos de ajuste que sean eficientes.

Las recientes mejoras de las tasas de actividad y de empleo son alentadoras y muestran que las anteriores reformas de los mercados de trabajo, la inmigración y la moderación salarial han contribuido a superar algunas de las restricciones para el crecimiento procedentes de unos mercados de trabajo rígidos y con niveles excesivos de regulación. También confirman que la política monetaria orientada a la estabilidad de precios no es incongruente con la creación de puestos de trabajo y con unos niveles reducidos de desempleo, sino al contrario. No obstante, pese a estos progresos, la mayor parte de los países de la zona del euro todavía está lejos de haber agotado el potencial de nuevos incrementos en las tasas de actividad y de empleo. Los obstáculos de carácter estructural, que tienen su origen en la rigidez del entorno jurídico y regulador, los elevados impuestos sobre el trabajo y las rigideces asociadas a las normativas salariales siguen teniendo un efecto disuasorio o impidiendo a muchas personas participar activamente en el mercado de trabajo y, por tanto, hace que las tasas de actividad continúen siendo demasiado bajas y el desempleo demasiado alto.

Por consiguiente, para mejorar el empleo, la productividad y la capacidad de resistencia a perturbaciones económicas, es especialmente importante que la política económica de los países de la zona del euro continúe desarrollándose tomando en consideración los siguientes aspectos. En primer lugar, por lo que se refiere a las políticas relativas al mercado de trabajo, los Gobiernos y los interlocutores sociales deben compartir la responsabilidad de asegurar que en el proceso de determinación de los salarios se preste suficiente atención a las condiciones del mercado laboral y que no se pongan en peligro la competitividad y el empleo. Para ello es necesario que los interlocutores sociales tengan en cuenta las diferentes condiciones en las distintas empresas y sectores y que amortigüen los efectos de los acuerdos salariales sobre la competitividad y, por tanto, sobre el empleo, en su empresa, sector o región. Un grado suficiente de diferenciación salarial mejoraría las oportunidades de empleo de los trabajadores menos cualificados en regiones o sectores con tasas de desempleo elevadas. A este respecto, la existencia de un nivel excesivo de regulación, como es el caso del salario mínimo, está obstaculizando la creación de empleo, particularmente entre los jóvenes y los trabajadores menos cualificados, así como para todos aquellos que tienen problemas para incorporarse al mercado laboral.

En segundo lugar, el correcto funcionamiento de los ajustes en los mercados de trabajo debe complementarse con la culminación del Mercado Único, especialmente en los servicios y en las industrias de red. Una integración más profunda de los mercados estimularía la flexibilidad de los precios a través del fomento de la competencia y de la apertura de los mercados de productos. La mayor competencia a escala transfronteriza y la integración de los mercados de los países de la zona del euro contribuirían a reducir los precios, y también podrían dar impulso a los procesos de ajuste de los países individuales en caso de producirse perturbaciones que afectan a países o regiones concretos o una evolución cíclica diferente, evitando con ello que se alcancen niveles demasiado elevados de desempleo regional.

En tercer lugar, las autoridades nacionales pueden contribuir considerablemente a asegurar el correcto funcionamiento de los mecanismos de ajuste en la zona del euro si aplican una política fiscal sostenible y adecuadamente planificada, que sea acorde con las orientaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, la política fiscal también puede y debe contribuir a promover el crecimiento a largo plazo mediante la mejora de la calidad del gasto y de la reducción al mínimo de los desincentivos económicos en las políticas impositivas. En este contexto, es especialmente importante que las autoridades tributarias se preparen para los retos que plantea el envejecimiento de la población. Un gasto público elevado e ineficiente puede frenar la actividad económica a través de la imposición de una fuerte presión fiscal sobre la economía y de la canalización de recursos hacia usos no productivos. De igual modo, los incrementos de los precios administrados, de los impuestos indirectos y del salario mínimo tienden a aumentar las presiones inflacionistas, lo que dificulta la ejecución de la política monetaria.

En cuarto lugar, en el contexto de la estrategia de Lisboa, es necesario introducir las reformas necesarias para tratar de ampliar las perspectivas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro y potenciar el empleo y la productividad. Esto mejoraría los mecanismos de ajuste en los países, regiones o sectores individuales y, por consiguiente, es un importante factor para aumentar la capacidad general de resistencia a perturbaciones económicas de la zona del euro.

En quinto lugar, la evolución de la competitividad de los precios y de los costes laborales unitarios en las economías de la zona del euro ha de ser objeto de un seguimiento atento. Las pérdidas persistentes de competitividad de los precios relativos también pueden estar relacionadas con algunas rigideces estructurales que provocan inercias en los procesos de formación de precios y salarios e incrementos excesivos de los costes laborales. En caso de identificarse este tipo de fenómenos, es importante que todas las partes involucradas —el sector privado, los interlocutores sociales y las autoridades públicas nacionales— actúen con la mayor lucidez posible en sus propios procesos de toma de decisiones, con el fin de evitar pérdidas relativas de competitividad que no estarían justificadas desde el punto de vista económico y que, por tanto, reducirían el crecimiento y la creación de puestos de trabajo en el futuro.

Por último, los países que aspiran a incorporarse a la zona del euro en el futuro deberían tomar en serio los retos expuestos anteriormente en su proceso de convergencia y estar bien preparados cuando se integren en la zona.

**Es importante aplicar políticas fiscales adecuadas y que los impuestos sean reducidos**

**La estrategia de Lisboa sigue siendo esencial**

**Los cambios en la competitividad deben ser objeto de atento seguimiento**



## 5 IMPACTO DEL EURO SOBRE EL COMERCIO Y LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU PAPEL INTERNACIONAL



Desde 1998, la zona del euro se ha convertido en un área económica incluso más abierta al resto del mundo si se toman como indicadores el comercio exterior y sus posiciones de inversión acreedora y deudora frente al exterior. Al mismo tiempo, han aumentado también los intercambios comerciales y los flujos de capital entre los propios países de la zona. El comercio intrazona de bienes y servicios se ha incrementado en torno a 10 puntos porcentuales en relación con el PIB, lo que puede atribuirse en parte a la creación del euro. La moneda única también ha fomentado un mayor grado de competencia y de convergencia de los precios del comercio dentro de la zona, fenómenos que se prevé continúen en el futuro. En cuanto a los flujos de capital, el euro ha estimulado la inversión directa extranjera (IDE), en particular las fusiones y adquisiciones internacionales en el sector manufacturero y los flujos de cartera entre los países que integran la zona. Son varios los factores asociados al euro que han favorecido este aumento de los movimientos de capital entre los países de la zona, incluidos la eliminación del riesgo de tipo de cambio, la reducción del coste del capital, el uso de plataformas de negociación comunes y la fusión internacional de las bolsas de valores (por ejemplo, Euronext). Otra dimensión del euro tiene relación con su uso allende las fronteras de la zona del euro. En los diez últimos años, el euro ha desempeñado un papel algo más importante en los mercados internacionales, pero el ritmo de variación ha sido gradual y parece haberse estabilizado en algunos segmentos del mercado. Además, el papel internacional de la moneda se ha concentrado geográficamente en regiones próximas a la zona del euro. Estas dimensiones internacionales de la zona del euro subrayan la necesidad de establecer un estrecho diálogo entre el Eurosistema y los bancos centrales de otras regiones del mundo, diálogo que se mantiene a través de diversos cauces bilaterales y multilaterales. El presente capítulo se estructura como sigue: en la sección 5.1 se examinan los efectos del euro sobre el comercio y la competitividad, mientras que la sección 5.2 se centra en su impacto sobre los flujos internacionales de capital. En la sección 5.3 se pasa revista a la evolución del papel internacional del euro y en la sección 5.4 se analiza la cooperación internacional de la zona del euro, centrandó la atención en el papel que desempeña el BCE.

### 5.1 COMERCIO DE BIENES Y SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

La zona del euro es una economía relativamente abierta, sobre todo, si se compara con las otras dos principales economías mundiales: Estados Unidos y Japón. En el 2006, el agregado de las importaciones y exportaciones nominales de bienes y servicios de la zona se situaba en torno al 42% del PIB, frente al 32% y el 28% de Japón y Estados Unidos, respectivamente. La zona del euro concentraba, además, el 18% de las exportaciones mundiales en términos nominales, en comparación con el 12%, aproximadamente, de Estados Unidos, el 6% de Japón y el 10% de los diez principales países exportadores de petróleo. Por otra parte, la apertura de la zona del euro al comercio internacional ha aumentado notablemente desde 1998 (unos 11 puntos porcentuales), especialmente como resultado del rápido crecimiento de los intercambios con los nuevos Estados miembros de la UE y China.

Desde 1998, el comercio entre los países de la zona del euro se ha incrementado de forma acusada. Las importaciones y las exportaciones nominales de bienes dentro de la zona han aumentado desde un 26% del PIB, aproximadamente, en 1998, el año anterior a la introducción del euro, hasta el 33% del PIB en el 2007. Al mismo tiempo, el comercio de servicios dentro de la zona también se ha intensificado, pasando del 5% al 7% del PIB. En el 2007, los intercambios comerciales entre los países de la zona del euro representaron alrededor del 50% del comercio total de la zona.

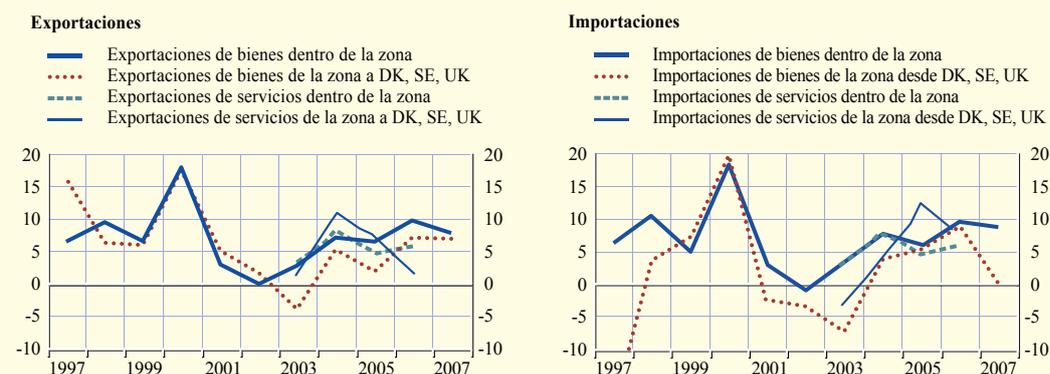
La evolución del comercio de la zona del euro con Dinamarca, Suecia y el Reino Unido indica que el euro ha impulsado los intercambios comerciales en todos los países de la zona más allá de los efectos positivos generados por el continuo proceso de integración de la UE en un mercado único. Desde 1998, el crecimiento interanual de las exportaciones de bienes de la zona del euro a los tres países de

La zona del euro es una economía relativamente abierta en comparación con Estados Unidos y Japón

El comercio entre los países de la zona del euro se ha incrementado de forma acusada desde 1998

### Gráfico 1 Evolución del comercio entre los países de la zona del euro frente al comercio de la zona con Dinamarca, Suecia y el Reino Unido, 1996-2007

(en términos nominales, crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las estimaciones correspondientes al 2007 se basan en datos del primer semestre de dicho año. Los datos sobre el comercio de servicios sólo están disponibles desde el 2002.

la UE15 que no han adoptado la moneda única ha sido, en promedio, un 3% más bajo que el crecimiento interanual de las exportaciones dentro de la zona. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones de estos países ha sido, en promedio, un 2% menor que el de las importaciones dentro de la zona. En cuanto a los servicios, el crecimiento interanual de los flujos entre los países de la zona ha sido, en realidad, más bajo que el crecimiento del comercio con los tres países no pertenecientes a la zona del euro, posiblemente debido, en parte, a la mayor especialización del Reino Unido en el sector servicios y al hecho de que el mercado interno de servicios de la UE sigue estando muy fragmentado (véase gráfico 1).

A continuación, se analiza con más detalle el impacto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) a partir de diversos estudios empíricos, a fin de distinguir los efectos creadores de comercio derivados del euro de otros aspectos importantes de la evolución registrada en los diez últimos años (incluidas, por ejemplo, la continua integración de la UE y la rapidez con que avanza el proceso de globalización).

#### EFFECTOS CREADORES DE COMERCIO DEL EURO SOBRE EL COMERCIO DE BIENES

Caeteris paribus, se espera que la formación de una unión monetaria estimule el comercio entre los países que la integran eliminando la volatilidad de los tipos de cambio y, por ende, la incertidumbre respecto a los rendimientos y los beneficios como consecuencia de las fluctuaciones de dichos tipos. Además del impacto sobre la volatilidad de los tipos de cambio, también cabría esperar un impulso adicional al comercio interno, como resultado de la formación de una unión monetaria y cambiaria, el denominado efecto Rose<sup>1</sup>.

En los últimos años, se han multiplicado los estudios empíricos encaminados a investigar el impacto del euro sobre el comercio de bienes, aunque el efecto sobre los servicios no se ha cuantificado todavía, debido a la escasez de datos disponibles. Es un hecho ampliamente aceptado que la moneda única ha tenido un impacto positivo sobre el comercio de la zona del euro. No obstante, las estimaciones sobre la magnitud de dicho impacto han arrojado resultados muy heterogéneos, debido en gran medida, a la

<sup>1</sup> El «efecto Rose» recibe su nombre de Andrew Rose, el economista que sugirió por primera vez que las uniones monetarias podrían aumentar los intercambios comerciales por encima del efecto positivo que conlleva la eliminación de la volatilidad de los tipos de cambio. Rose, Andrew K., 2000, «One money, one market: the effect of currency unions on trade», *Economic Policy* 30, 7-46.

**El comercio entre los países de la zona del euro ha aumentado, en promedio, de un 2% a un 3% a causa del euro**

adopción de diferentes metodologías de análisis. Los economistas parecen haber alcanzado ahora un consenso en que la moneda única ha estimulado el crecimiento del comercio de los países de la zona del euro, en promedio, entre 2 y 3 puntos porcentuales<sup>2</sup>. Esta evaluación es coherente con los primeros indicios del gráfico 1. Por el contrario, estimaciones anteriores que apuntaban a efectos de mayor magnitud podrían estar algo sesgadas al alza. El hecho de que antes el número de observaciones disponibles para el período de la UEM fuese reducido dificultó, hasta hace poco, que se pudiera distinguir entre los efectos sobre el comercio derivados del euro, del mercado único de la UE y del incremento general del comercio entre la zona del euro y el resto del mundo.

Por lo que respecta a cada uno de los sectores, la eliminación, entre los países de la zona del euro, de la incertidumbre asociada a las fluctuaciones de los tipos de cambio ha beneficiado al comercio en todas las ramas. Por el contrario, el efecto Rose, es decir, el impulso adicional derivado de la creación de una moneda única, se detecta principalmente en segmentos tales como la maquinaria y los bienes de consumo muy diferenciados, como los alimentos y productos similares<sup>3</sup>. La mayoría de estos sectores conllevan altos costes de acceso a los mercados, relacionados con la decisión de comenzar a exportar, de lo que se deduce que la reducción de esos costes es un cauce a través del cual el euro podría haber contribuido a fomentar los flujos comerciales de la zona del euro.

Los análisis en curso de las exportaciones de las empresas apoyan esta opinión, lo que indica que el euro ha ayudado, básicamente, a aumentar el número de productos y variedades exportados dentro de la zona más que a incrementar los volúmenes de productos ya exportados antes de 1999. Además, la moneda única también podría haber afectado al comercio modificando el comportamiento de los exportadores de la zona en materia de fijación de precios. La evidencia disponible sugiere que, tras la creación del euro, ha disminuido el incentivo de las empresas para segmentar los mercados dentro de la zona aplicando precios específicos en cada país<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, el euro ha contribuido asimismo a la convergencia de los precios en los países que integran la zona<sup>5</sup>. En conjunto, parece que el euro ha reducido los costes de transacción y los costes fijos que soportan las empresas de la zona del euro y que el ahorro se ha trasladado, en parte, a los consumidores a través de un descenso de los precios comerciales.

## EL EURO Y LA COMPETITIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

En lo que se refiere al impacto de la UEM sobre la competitividad de las empresas de la zona del euro y su capacidad para desempeñar un papel de primer orden en los mercados mundiales, los estudios recientes indican que el euro ha contribuido a potenciar dicha competitividad facilitando el comercio de los países de la zona y ayudando a la integración del Mercado Único de la UE. Se considera que los países de la zona del euro son mejores bases de exportación, que atraen a un mayor número de empresas de los países vecinos. Una zona del euro mayor y más integrada, al tiempo que permite a las empresas beneficiarse de un aumento en la escala de sus operaciones a un coste marginal decreciente, también tiende a asociarse con una competencia más intensa y, por lo tanto, una variedad de productos más rica, una mayor productividad y precios más bajos<sup>6</sup>.

2 Véase, por ejemplo, Bun M. y Klassen F. (2007) «The euro effect on trade is not as large as commonly thought», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 69, 4.

3 Para más información sobre estudios sectoriales, véanse, por ejemplo: Baldwin R., Skudelny F. y Taglioni D. (2005), «The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies», Working Paper n.º 446 del BCE; De Nardis S., De Santis R. y Vicarelli C. (2007) «The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?», ISAE.

4 Véase, por ejemplo, Berthou A. y Fontagné L. (2008), «The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data», CEPII, y también Méjean I. and Schwellnus C. (2007), «Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?», CEPII.

5 Véase, por ejemplo, Allington N., Kattuman P. y Waldman F. (2005), «One market, one money, one price?», *Journal of Central Banking*, pp. 73-115.

6 Ottaviano G., Taglioni D. y di Mauro F. (2007): «Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union», Working Paper n.º 847 del BCE.

El euro puede haber dado lugar a reducciones de costes para las empresas de la zona del euro y a un descenso de los precios de los bienes comerciables

El euro ha hecho que las empresas sean más competitivas

Los países de la zona del euro se enfrentan a una mayor competencia mundial en términos de costes

La zona del euro ha incrementado su cuota de mercado en los segmentos de bienes tradicionales y de gama alta

La zona del euro es una economía «abierta» desde el punto de vista financiero, especialmente desde la introducción del euro

Así pues, ceteris paribus, el euro ha fomentado la eficiencia en la zona del euro, aumentando su capacidad para competir en los mercados mundiales. Con todo, el impacto en los distintos países de la zona podría variar debido a las diferencias en la calidad de las instituciones y en el acceso a la tecnología, la investigación y el desarrollo.

En este contexto de mayor competencia dentro de la zona del euro, la aparición en la escena mundial de países competitivos en términos de costes, que se han convertido en grandes exportadores, también ha aumentado el grado de competencia externa al que se enfrentan los países de la zona del euro<sup>7</sup>. Por ejemplo, en los diez últimos años, China ha venido incrementando su cuota de exportación en los mercados mundiales a una tasa media de casi un 13% anual (véase gráfico 2), lo que parece ser la contrapartida de los descensos en las cuotas de mercado de exportación experimentados por la zona del euro (1,7% anual) y los otros principales socios comerciales durante el mismo período (que registraron caídas anuales de entre el 1,2% y el 1,7%). Sin embargo, las pérdidas observadas en la zona del euro no han sido uniformes, sino que hay diferencias entre las distintas economías que la integran, con la notable excepción de Irlanda y Alemania, cuyas cuotas de mercado han aumentado en los diez últimos años. También se observan diferencias entre unos años y otros, concentrándose las mayores pérdidas en el período 2002-2004, que corresponde a la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio.

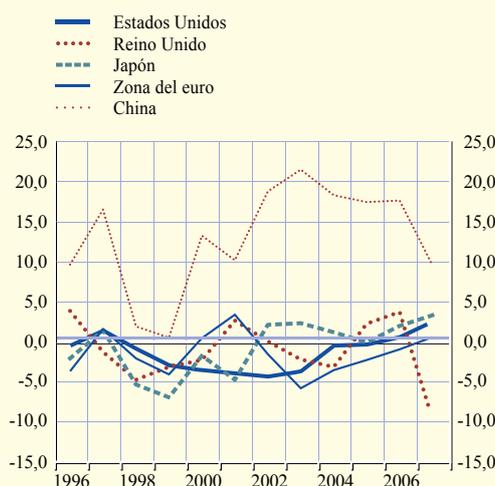
Las pérdidas de cuota de mercado de exportación de la zona del euro constituyen, en parte, un ajuste mecánico frente a la aparición de nuevos países competidores de renta más baja. No obstante, hasta cierto punto, también pueden reflejar la especialización de las exportaciones de la zona del euro. Concretamente, en algunos países de la zona parecen tener un peso excesivo los sectores intensivos en mano de obra, en los que las economías emergentes tienen una relativa ventaja comparativa. En términos más positivos, análisis recientes indican que, en la última década, la zona del euro y otros Estados miembros de la UE también han ganado cuota de mercado en los segmentos de precios más altos y de mayor calidad de sectores y productos más avanzados, lo que contrasta con los peores resultados obtenidos con otros tipos de exportaciones<sup>8</sup>.

## 5.2 FLUJOS DE CAPITAL INTERNACIONALES

La zona del euro es también una economía relativamente abierta desde el punto de vista financiero, con un volumen de activos y pasivos internacionales que superaba el 150% del PIB en el 2006, en comparación con Estados Unidos y Japón, en los que esa proporción era del 115% y del 90%, respectivamente. Además,

**Gráfico 2 Variaciones interanuales de las cuotas de mercado de exportación: zona del euro, Reino Unido, Estados Unidos, Japón y China**

(en términos reales, puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las variaciones de las cuotas de mercado de exportación se calculan por diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones y la demanda exterior (definiéndose ésta como la suma, ponderada por las exportaciones, de las importaciones reales de bienes y servicios de un país concreto provenientes del exterior). La observación más reciente se refiere al 2007.

7 Véanse, por ejemplo, Boletín Mensual del BCE de enero del 2008, «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro» y F. di Mauro y R. Anderton (2007) «The external dimension of the euro area: assessing the linkages», Cambridge University Press.

8 L. Fontagné, G. Gaulier y S. Zignago (2008) «Specialization Across Varieties and North-south Competition», Economic Policy, vol. 23, número 53, pp. 51-91.

la apertura financiera al exterior de la zona del euro ha aumentado significativamente en los últimos años, en los que los activos exteriores y los pasivos crecieron en torno al 60% del PIB durante el período comprendido entre 1999 y el 2006.

A título individual, los países que integran la zona del euro son economías considerablemente más abiertas que la propia zona en su conjunto, dada la intensa actividad de inversiones directas extranjeras (IDE) y de cartera que se ha producido entre dichos países. Por ejemplo, los países de la zona —bien como receptores o como fuentes de inversión— llegaron a concentrar tanto como el 57% de los flujos mundiales de IDE entre el 2000 y el 2005. Al mismo tiempo, en el período comprendido entre el 2001 y el 2006, entre el 34% y el 44% de las cartera mundiales de valores de renta variable y de renta fija estaban en poder de residentes en la zona del euro. Dado que el PIB de la zona equivale sólo a una cuarta parte, aproximadamente, del PIB mundial, estas regularidades empíricas sugieren que el euro podría haber desempeñado un papel importante en estos movimientos de capital, especialmente entre los países de la zona.

En las dos subsecciones siguientes se documentan los posibles efectos del euro sobre la IDE, las fusiones y adquisiciones y las inversiones de cartera.

### IMPACTO DE LA UEM EN LA INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA Y EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las empresas pueden extender sus actividades al exterior realizando inversiones físicas en otro país o adquiriendo una empresa extranjera ya existente o fusionándose con ella. Por lo tanto, la IDE puede abrir a una empresa nuevos mercados y cauces de comercialización y facilitarle el acceso a nuevas tecnologías, productos y conocimientos. Para el país o para la empresa extranjera que recibe la inversión puede constituir una fuente de nuevas tecnologías, capital, procesos, productos, tecnologías de organización y conocimientos de gestión y, como tal, puede imprimir un fuerte impulso al desarrollo económico. En general, la IDE puede aumentar la eficiencia tanto en el país de origen de la inversión como en el país de destino.

La integración económica y financiera europea parece haber servido de imán para las actividades relacionadas con la IDE, especialmente en el sector manufacturero, al tiempo que se está produciendo una proporción cada vez mayor de este tipo de flujos financieros entre los países de la zona del euro. Por ejemplo, los flujos de IDE entre países de la zona del euro, en porcentaje del total de la IDE de la zona, aumentaron del 35% en 1999 al 45% en el 2006 (véase gráfico 3). También puede observarse una tendencia positiva al examinar los saldos de IDE, ya que la proporción entre el saldo entre países de la zona y el total de saldos de IDE de la zona aumentó desde casi el 43% en 1999 hasta el 45% en el 2006.

Dado que la mayor parte de la actividad relacionada con la IDE adopta la forma de fusiones y adquisiciones, con los 15 países de la UE y Estados Unidos como principales agentes, un análisis de este tipo

**Gráfico 3 IDE entre países de la zona del euro en porcentaje de la IDE total de la zona, 1996-2006**

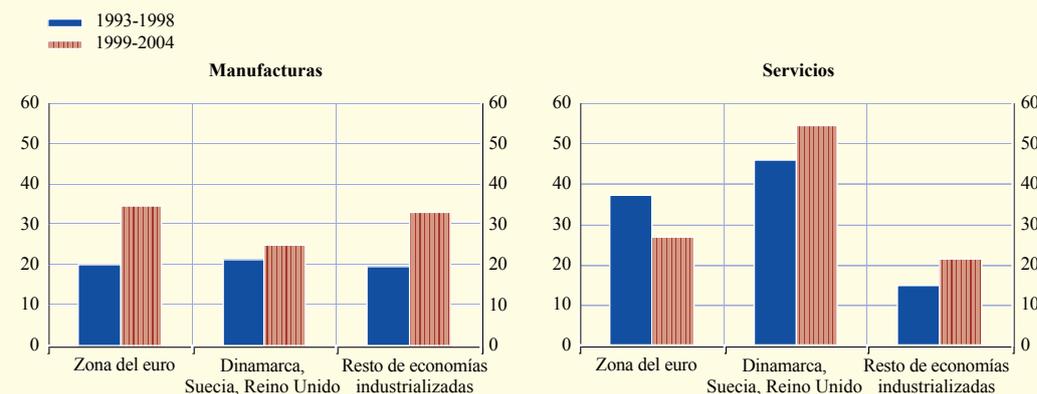


Fuente: BCE.  
Nota: Entradas de IDE (saldos) más salidas de IDE (saldos) entre países de la zona del euro en porcentaje del doble de los flujos (saldos) totales de IDE de la zona.

Los flujos de IDE entre los países de la zona del euro han crecido de forma acusada desde 1999...

**Gráfico 4 Fusiones y adquisiciones transfronterizas en los sectores manufacturero y servicios mediante compra de activos de la zona del euro (1993-2004)**

(porcentajes)



Fuente: Thomson Financial.

Nota: Para la «zona del euro», ratio entre las fusiones y adquisiciones transfronterizas entre países de la zona y la suma total de este tipo de actividades intrazona y extrazona. Para «Dinamarca, Suecia y Reino Unido», ratio entre las fusiones y adquisiciones de estos tres países frente a empresas de la zona del euro divididas por el total de sus actividades transfronterizas de este tipo. Para el «Resto de economías industrializadas», ratio entre las fusiones y adquisiciones realizadas entre Canadá, Japón, Noruega y Estados Unidos y las empresas de la zona del euro, divididas entre el total de sus actividades transfronterizas de este tipo.

de actividad a nivel transfronterizo puede aportar información adicional sobre el papel que, en este terreno, ha desempeñado el euro.

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas dentro del sector manufacturero de la zona del euro, como proporción del total de actividades de este tipo realizadas por los países de la zona en el exterior han aumentado desde el 20% registrado en los seis años anteriores a la creación de la UEM (1993-1998) hasta el 35% en los seis años transcurridos desde su creación (1999-2004). Además, las empresas manufactureras de Canadá, Japón, Noruega y Estados Unidos han aumentado el porcentaje de fusiones con empresas de la zona del euro. Por el contrario, si se examina el sector servicios, la proporción de fusiones y adquisiciones dentro de la zona del euro se redujo del 37% al 27% durante el mismo período, mientras que otros países incrementaron sus inversiones en activos de la zona del euro recurriendo a esta modalidad (véase gráfico 4).

Lo importante es saber si la UEM influyó de alguna manera en la evolución de los acontecimientos. Además de la eliminación del riesgo cambiario, hay que señalar algunos otros posibles mecanismos de estímulo de la IDE resultantes de la introducción del euro: (i) la reducción de los costes fijos y de transacción, (ii) la reducción del coste de la financiación bancaria y mediante valores de renta fija y variable, y (iii) la influencia del comercio en la IDE en la medida en que los flujos de IDE dentro y fuera de la zona están interrelacionados con el comercio. Todos estos factores podrían haber facilitado la reasignación del capital entre los países de la zona del euro.

Varios estudios empíricos se han dedicado a investigar el impacto del euro sobre la IDE<sup>9</sup>. Los resultados sugieren que el euro ha incrementado la IDE en todos los países de la zona del euro más allá de los efectos positivos generados por el Mercado Único de la UE. En conjunto, parece que el efecto positivo

9 Véanse, por ejemplo, Petroulas, P., 2007, «The effect of the euro on foreign direct investment», *European Economic Review*, 51: 1468-1491; Schiavo S., 2007, «Common currencies and FDI flows», *Oxford Economic Papers*, 59: 536-560; De Sousa, J. y J. Lochar, 2006, «Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach», Universidad de Paris 1, mimeografía; Flam, H. y H. Nordström, 2007, «The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI», 2007, Instituto de Estudios Económicos Internacionales, Universidad de Estocolmo, mimeografía.

... especialmente con las fusiones y adquisiciones del sector manufacturero

Se estima que los flujos de IDE entre países de la zona han aumentado en torno al 15% a causa del euro

medio del euro sobre los flujos agregados de IDE de la zona del euro es de alrededor del 15%, mientras que su impacto sobre los flujos provenientes de la fuera de la zona hacia los países de la misma se sitúa en torno al 7%. Estos resultados parecen coherentes con los que aparecen en el gráfico 3.

El euro parece haber dejado sentir más sus efectos en el sector manufacturero. Las estimaciones sugieren que, en promedio, la moneda única ha hecho aumentar las fusiones y adquisiciones en este sector dentro de la zona del euro en torno a un 160%<sup>10</sup>. Además, el efecto estimado del euro sobre las actividades de este tipo realizadas por países no pertenecientes a la zona con países que la integran corresponde, aproximadamente, a un incremento del 80%. Los sectores que han registrado una mayor expansión en la zona del euro en comparación con la IDE del exterior en la zona son los de productos químicos y petróleo, carbón, caucho y productos plásticos, y equipos de transporte. Por el contrario, el porcentaje de fusiones dentro de los países de la zona del euro en maquinaria y equipos se redujo de hecho.

Por lo que respecta a los servicios, el impacto estimado del euro en las fusiones y adquisiciones transfronterizas parece insignificante, de lo que se deduce que a estas actividades podrían haberles afectado negativamente las barreras impuestas al comercio internacional de servicios y la reglamentación sobre los mercados de productos en los países de destino<sup>11</sup>. Estos resultados son coherentes con el gráfico 4 y con el moderado crecimiento observado en el comercio de servicios dentro de la zona del euro en relación con los intercambios con países no pertenecientes a la zona.

### IMPACTO DE LA UEM EN LAS INVERSIONES DE CARTERA TRANSFRONTERIZAS

El patrimonio de las personas físicas a menudo adopta la forma de inversiones de cartera en valores de renta variable (que son inversiones en empresas individuales), en valores de renta fija (que son inversiones en deuda que tienen por objeto obtener intereses) y en fondos de inversión (que son, en esencia, fondos comunes de dinero administrados por profesionales por cuenta de los inversores). Si esos instrumentos se emiten en un país distinto del país de residencia del inversor, la inversión es de carácter transfronterizo y está sujeta, entre otras cosas, al riesgo de tipo de cambio.

El euro ha estimulado las inversiones de cartera transfronterizas entre los países de la zona del euro eliminando el tipo de riesgo cambiario y favoreciendo la creación de plataformas comunes de negociación (por ejemplo, la creación de Euronext mediante la fusión internacional de las bolsas de valores de Amsterdam, Bruselas, Lisboa y París) y la integración en una infraestructura de mercado posterior a la negociación, todo lo cual ha reducido aún más las barreras comerciales a las inversiones de cartera.

En la mayoría de los países, los fondos de cartera suelen estar sujetos a alguna forma de restricción en cuanto al nivel de inversión no nacional. Por ejemplo se establecen reglas de ajuste entre monedas para este tipo de fondos, a fin de garantizar la reducción del riesgo cambiario. Desde la introducción del euro en enero de 1999, la regla referente al ajuste entre monedas vigente dentro de la zona del euro se ha desplazado de las monedas nacionales al euro. La mayor flexibilidad resultante ha permitido a los distintos países de la zona diversificar mejor el riesgo de las inversiones de cartera adquiriendo un mayor volumen de activos externos, es decir, de países no pertenecientes a la zona del euro.

10 Véase Coeurdacier, N., De Santis, R.A. y A. Aviat, 2008, «Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces» (documento presentado en la XLVII reunión del Panel sobre Política Económica, en Ljubljana, abril del 2008). Estas estimaciones son coherentes con otros estudios relativos a la IDE total, ya que las fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector manufacturero entre países desarrollados representan sólo en torno al 30% de sus actividades transfronterizas totales y excluyen algunas categorías de la IDE total, como la nueva inversión productiva (inversión *greenfield*), los beneficios reinvertidos y los préstamos entre empresas relacionadas.

11 Como la reglamentación de los servicios continúa siendo competencia de los respectivos Estados miembros de la UE, el mercado interno de servicios de la UE sigue estando, hasta fecha, muy fragmentado. Por lo tanto, las restricciones en este sector podrían haber limitado las decisiones de inversión de los empresarios, lo que habría afectado a la eficiente asignación del capital a escala internacional y dentro de la zona del euro.

Las inversiones de cartera transfronterizas de la zona del euro aumentaron notablemente desde 1999 ...

... debido también a la eliminación de las restricciones a las inversiones no nacionales

**El euro ha incrementado los flujos de cartera entre los distintos países de la zona del euro**

De hecho, los activos de cartera de la zona del euro como porcentaje del total de activos internacionales en poder de residentes en la zona han aumentado de forma acusada durante el período comprendido entre 1997 y el 2006: 16 puntos porcentuales en el caso de los valores de renta variable y 46 puntos porcentuales para los valores de renta fija (véase gráfico 5). Además, todas las grandes regiones del mundo, así como Dinamarca, Suecia y el Reino Unido aumentaron sus tenencias de activos de la zona del euro (en porcentaje de su cartera internacional) durante este período, aunque en menor medida, de lo que se deduce que el euro podría haber estimulado significativamente las transacciones de cartera entre los países de la zona.

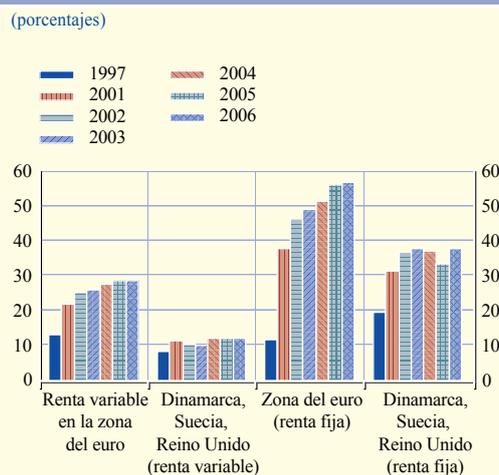
Podrían citarse múltiples razones por las que se ha producido una redistribución de las tenencias de cartera hacia la zona del euro desde la introducción de la moneda única; por ejemplo, la eliminación del riesgo cambiario entre los países de la zona, la supresión de las barreras comerciales técnicas, la diversificación de los beneficios derivados de mantener una amplia gama de activos exteriores y el hecho de que las tenencias internacionales de activos de la zona del euro en 1998 puedan haberse situado ya por debajo de los niveles óptimos conforme a lo indicado por los principios económicos<sup>12</sup>. Las estimaciones empíricas corroboran la idea de que la adopción del euro ha desempeñado un papel de primer orden en las redistribuciones de cartera entre los países, tanto a escala mundial como entre los países miembros de la zona del euro. Una vez consideradas las variables antes mencionadas, se ha estimado que el impacto total del euro en las transacciones bilaterales entre los diferentes países de la zona del euro es un aumento del 3,5% en los valores de renta variable y del 4,2% en los bonos y obligaciones de las respectivas tenencias internacionales totales<sup>13</sup>. Además, los países no pertenecientes a la zona del euro han incrementado, en promedio, sus inversiones relativas en bonos y obligaciones de la zona del euro. Estos resultados parecen coherentes con la evolución que muestra el gráfico 5.

En conjunto, el euro ha fomentado el flujo de capitales entre los países miembros de la zona del euro, lo que ha permitido diversificar mejor los riesgos de inversión y consumo.

### 5.3 EL PAPEL INTERNACIONAL DEL EURO

Una tercera dimensión internacional del euro guarda relación con su uso fuera de la zona del euro. Si bien se introdujo en beneficio de la población de la zona, es evidente que también ha repercutido en la

**Gráfico 5 Tenencias de activos de cartera de la zona del euro en relación con las tenencias de cartera internacionales totales, 1997-2006**



Fuentes: BPI, FMI, Thomson DataStream, cálculos del BCE.  
Nota: Para la «zona del euro», activos transfronterizos (de renta variable o fija) intrazona divididos por la suma de los activos transfronterizos (de renta variable o fija) intrazona y extrazona. Para «Dinamarca, Suecia y Reino Unido», activos de la zona del euro (de renta variable o fija) en poder de estos tres países, divididos por el total de sus tenencias de valores (de renta variable o fija) transfronterizas.

**El uso de la moneda única está muy difundido fuera de la zona del euro**

12 Otros factores que podrían haber afectado a la redistribución de las carteras a escala mundial son: la volatilidad y los rendimientos esperados de los activos en las diferentes economías, la tendencia a invertir en activos nacionales (es decir, el grado de sesgo nacional imperante en cada país), los resultados esperados en materia de crecimiento económico, el marco institucional, el perfil de envejecimiento de la población, la intensidad del comercio bilateral, los vínculos culturales, etc.

13 De Santis, R. y B. Gerard (2006), «Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union», Working Paper n.º 626 del BCE. De Santis, R. (2006), «The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks», Working Paper Series n.º 678 del BCE.

población y las empresas de países ajenos a la zona del euro. Los hogares, las empresas y los gobiernos de esos países pueden optar por utilizar el euro en muchas de sus operaciones económicas y financieras diarias. Pueden, además, tener billetes y monedas en euros, abrir cuentas bancarias denominadas en euros u obtener préstamos bancarios en euros. Asimismo, pueden emitir instrumentos financieros, como bonos y obligaciones, denominados en euros, y facturar y pagar en euros a escala internacional. Las autoridades de terceros países también pueden utilizar el euro como ancla para sus regímenes cambiarios o decidir invertir en euros parte de sus reservas exteriores.

Desde la perspectiva de las políticas, el Eurosistema ha adoptado una orientación neutral respecto al uso internacional de su moneda. No persigue como objetivo de política la internacionalización del euro ni tampoco estimula ni desalienta su utilización por parte de los no residentes en la zona del euro. El uso de la moneda única allende las fronteras de la zona del euro es, y debe seguir siendo, el resultado de la evolución económica y financiera, basado en decisiones libres y privadas (y, a veces, públicas). En cualquier caso, en un mundo globalizado, con sistemas financieros profundamente integrados y basados en el mercado, los responsables de la política económica tienen un margen limitado para influir en la internacionalización de una moneda, incluso aunque deseen hacerlo. La profundización de los mercados financieros, el fomento de su integración y la promoción de la estabilidad de precios son ejemplos de políticas que pueden estimular indirectamente el uso de una moneda en el exterior. Por ejemplo, la utilización de una moneda como moneda de reserva parece guardar relación con esas políticas<sup>14</sup>, pero también está claro que dichas políticas persiguen objetivos nacionales más que internacionales.

La política de neutralidad respecto al papel internacional del euro no implica una falta de interés por parte del Eurosistema. El BCE ha realizado un seguimiento y un análisis de dicho papel y ha publicado los principales resultados en estudios anuales a partir del año 2001. ¿A qué obedece ese constante interés? Uno de los motivos es que el uso de la moneda única fuera de la zona del euro podría afectar a la transmisión de la política monetaria y al contenido informativo de los indicadores que se emplean en el marco de la estrategia de política monetaria. Otra razón es que el papel internacional del euro podría incidir en la transmisión de las perturbaciones financieras y cambiarias mundiales a la zona del euro. Por último, el seguimiento del papel internacional del euro por parte del BCE ha brindado al público en general y a los expertos en investigación económica un interés por las monedas internacionales con un conjunto de datos único y en expansión sobre el uso del euro por los no residentes.

Los exámenes anuales del papel internacional del euro se han centrado en tres grandes temas. En primer lugar, su papel en los mercados internacionales ha aumentado ligeramente con el paso del tiempo, aunque a un ritmo gradual que parece haberse estabilizado en algunos segmentos del mercado. En segundo lugar, la dimensión internacional también ha sido impulsada, en parte, por la propia zona del euro. En tercer lugar, el papel internacional de la moneda única se concentra geográficamente en las regiones cercanas a la zona del euro.

Desde el principio, en 1999, el euro fue «internacional» por el mero hecho de que reemplazó a once monedas que ya existían. Como moneda sucesora del marco alemán y del franco francés, el euro fue utilizado inmediatamente como moneda de reserva por los bancos centrales y como ancla para la política cambiaria de algunos países. No obstante, el papel internacional de la moneda única ha

**El uso del euro por parte de no residentes no es un objetivo de política del Eurosistema**

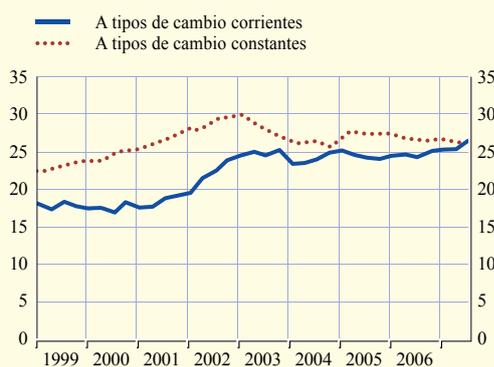
**El BCE realiza un estrecho seguimiento del papel internacional del euro**

**El papel del euro en el exterior ha aumentado, aunque a un ritmo gradual**

14 Véanse Chinn, M. y J. Frankel (2006), «Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?», en G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Chicago, y Chinn, M. y J. Frankel (2008), «The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency», NBER Working Paper n.º 13909, abril del 2008.

**Gráfico 6 Participación del euro en las reservas exteriores mundiales**

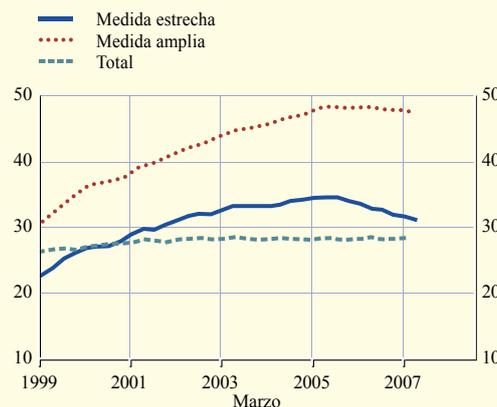
(porcentaje de las reservas asignadas)



Fuente: base de datos FMI/COFER y cálculos del BCE.  
Nota: Las participaciones a tipos de cambio constantes se expresan en los tipos correspondientes al tercer trimestre del 2007.

**Gráfico 7 Participación del euro en el saldo vivo de valores de renta fija internacionales**

(en porcentaje a tipo de cambio constantes)



Fuentes: BPI y cálculos del BCE.  
Nota: Las participaciones a tipos de cambio constantes se expresan en los tipos correspondientes al tercer trimestre del 2007. La medida estrecha de los valores de renta fija internacionales se define como la emisión de bonos y obligaciones, así como de instrumentos del mercado monetario en una moneda distinta de la moneda del país de origen del prestatario. Para obtener la medida amplia, se suma a la medida estrecha la emisión de valores de renta fija denominados en la moneda nacional del prestatario, a condición de que dicha emisión «se dirija» al mercado financiero internacional. La medida total se calcula sumando a la medida amplia todas las emisiones nacionales de valores de renta fija dirigidas al mercado nacional. Véase un análisis más detallado de estas medidas en la publicación del BCE titulada «Review of the International Role of the Euro», de junio del 2007.

sobrepasado este carácter de sustitución de otras monedas. Por ejemplo, el porcentaje de las reservas oficiales mundiales que representa actualmente el euro es mayor que la suma de los porcentajes que representaban las monedas a las que sustituyó —especialmente el del marco alemán— a finales de 1998, que era, aproximadamente, del 18%. De hecho, según datos del FMI, el porcentaje que representa el euro en las reservas exteriores mundiales con una composición por monedas conocida aumentó durante los cinco primeros años de vida de la Unión Económica y Monetaria hasta situarse en torno al 25%. Desde entonces, ese porcentaje se ha mantenido relativamente estable (gráfico 6). En respuesta al uso del euro como moneda de reserva internacional, el Eurosistema introdujo, en enero del 2005, un sistema de servicios de gestión de las reservas para los bancos centrales y las autoridades monetarias no pertenecientes a la zona del euro, así como para los organismos internacionales.

Una segunda característica del papel internacional del euro es que, en parte, viene impulsado por la propia zona del euro. En otras palabras, los usuarios nacionales del euro, es decir, los ciudadanos de la zona, también influyen en la situación de su moneda a escala internacional. Por ejemplo, los prestatarios de fuera de la zona están emitiendo, cada vez más, deuda en euros. De hecho, la proporción de euros en la «medida estrecha» de los valores de renta fija internacionales, es decir, excluida la emisión de moneda nacional, aumentó hasta situarse en torno al 31% en junio del 2007 (gráfico 7). Sin embargo, esta deuda no ha sido adquirida principalmente por inversores de fuera de la zona del euro. De hecho, más de la mitad de estos valores denominados en euros, emitidos por no residentes, tienen como destinatarios a inversores de la zona del euro, que son también sus compradores.

**Los residentes en la zona del euro también influyen en el papel internacional de la moneda única**

### Saldo vivo de bonos y obligaciones internacionales por regiones

(porcentajes, II 2007)

	Zona del euro	Dinamarca, Suecia, Reino Unido	Nuevos Estados miembros	Países de Europa no pertenecientes a la UE	América del Norte	Asia y Pacífico	América Latina	Centros financieros extra-territoriales	Organismos internacionales	Otros
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
UDS	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

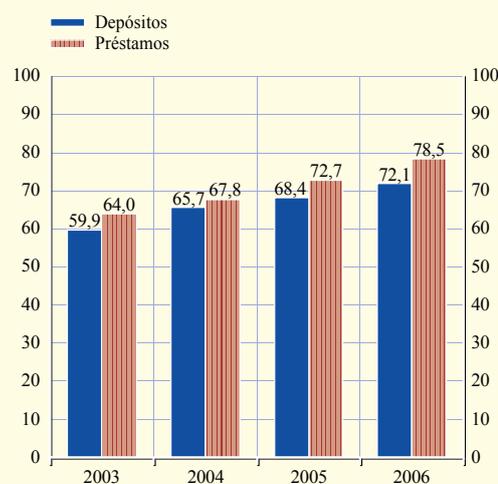
La última característica, quizás la más distintiva, del papel internacional del euro es su carácter regional. En los mercados financieros internacionales, por ejemplo, es natural que los países cercanos a la zona del euro lo elijan como moneda de financiación. Por ejemplo, los emisores residentes en Dinamarca, Suecia y el Reino Unido representan una proporción significativa de la deuda denominada en euros emitida por no residentes (véase cuadro), y la City de Londres, en su calidad de importante centro financiero internacional, ha desarrollado sus operaciones en euros junto con las que realiza en dólares estadounidenses<sup>15</sup>. De la misma manera, todos los países que aplican una política cambiaria relacionada con el euro están geográficamente próximos a la zona del euro. Finalmente, el grado más alto de sustitución de las monedas se da en los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, así como en los países candidatos y posibles candidatos al ingreso en la UE del sudeste de Europa (gráfico 8). En este contexto, el Eurosistema ha subrayado que cualquier adopción unilateral de la moneda única mediante la «eurización» al margen del Tratado se contrapondría al razonamiento económico en que se basa la Unión Económica y Monetaria, que prevé la eventual adopción del euro como culminación de un proceso de convergencia estructurado dentro de un marco multilateral<sup>16</sup>. El BCE ha estudiado también con cuidado los factores determinantes del aumento de los préstamos en moneda extranjera en los países de Europa central, oriental y sudoriental<sup>17</sup>, y el Eurosistema realiza un seguimiento permanente de la medida en la que estos préstamos pueden afectar a la estabilidad financiera de dichos países<sup>18</sup>.

El carácter regional del uso internacional del euro refleja una combinación de factores históricos, institucionales y económicos. Históricamente, el euro se cimentó en una larga tradición de las mo-

El papel internacional del euro se ha concentrado geográficamente cerca de la zona del euro

Gráfico 8 Depósitos/préstamos denominados en euros en los países de Europa central, oriental y sudoriental

(en porcentaje de los depósitos/préstamos totales)



Fuentes: Bancos centrales nacionales y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Media simple para Albania, Bosnia y Herzegovina, Croacia, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, antigua República Yugoslava de Macedonia, Serbia, Eslovaquia y Turquía. En el caso de Bosnia y Herzegovina, los datos hasta finales del 2004 no incluyen los préstamos iniciados al euro.

15 El papel del euro en la City de Londres se analiza en la publicación «Review of the International Role of the Euro», BCE, diciembre del 2003.

16 Véase «Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries», BCE, diciembre del 2003.

17 Véase un análisis detallado de la sustitución entre monedas en Europa central, oriental y sudoriental en la publicación, «Review of the International Role of the Euro», BCE, junio del 2007.

18 Véase, por ejemplo, «Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries», Occasional Paper Series, n.º 48 del BCE, julio del 2006.

nedas a las que reemplazó, en particular, el marco alemán, como moneda utilizada ampliamente en algunas partes del continente europeo y alrededores. Desde el punto de vista institucional, muchos de los países que rodean a la zona del euro están dando los pasos necesarios para la adopción de la moneda única. Esto se aplica no sólo a los países que no pertenecen a la zona del euro sin cláusula de excepción (*opt-out*), que se prevé se incorporen a la zona en algún momento, sino también a los países candidatos con perspectivas de ingresar en el medio a largo plazo en la Unión Europea y, en última instancia, de adoptar la moneda única. Desde el punto de vista económico, la zona del euro es uno de los principales socios comerciales y financieros de los países en cuestión. No obstante, dependerá mucho de la situación específica de cada uno de ellos el que les beneficie o no adoptar una política cambiaria basada en una paridad fija frente al euro en una primera etapa del proceso de convergencia. Dado que dicho proceso conlleva una tendencia hacia la apreciación real del tipo de cambio con el tiempo, varios países han optado por centrar su política monetaria en la estabilidad de precios a nivel interno, permitiendo al mismo tiempo la apreciación del tipo de cambio nominal de su moneda frente al euro.

#### 5.4 COOPERACIÓN INTERNACIONAL

##### Cooperación multilateral y bilateral

El BCE ha desarrollado relaciones estrechas con bancos centrales y organismos ajenos a la zona del euro. Esa cooperación internacional tiene lugar tanto a través de instituciones multilaterales como de contactos bilaterales. Las actividades de cooperación internacional ayudan al BCE en el seguimiento de la evolución económica y financiera fuera de la zona del euro. Las reuniones internacionales constituyen una plataforma para intercambiar información sobre la evolución reciente, las perspectivas económicas y los retos en materia de política económica de los países no pertenecientes a la zona del euro.

El Eurosistema ha desarrollado una serie de instrumentos para intensificar su cooperación con los principales bancos centrales en todo el mundo. Ha establecido una serie de seminarios de alto nivel con los bancos centrales de regiones concretas, incluidos el Banco de Rusia, los bancos centrales de los países del Mediterráneo que participan en el proceso de Barcelona de la UE, los bancos centrales y las autoridades monetarias del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo (CCG) y los bancos centrales de América Latina y de los países del este de Asia y del Pacífico. El BCE proporciona, además, asistencia técnica y asesoramiento en materia de políticas cuando se lo solicitan y está dispuesto a compartir sus conocimientos técnicos en diversos ámbitos de la política económica, incluidos la instrumentación de la política monetaria, la supervisión bancaria y los sistemas de pago. En este contexto, la trayectoria europea seguida en la creación de la Unión Económica y Monetaria, en particular, la creación de un sistema de bancos centrales supranacional, suele servir como ejemplo y fuente de inspiración para otras regiones.

##### FMI, G7, G20, FEF y BPI

El BCE desempeña un papel de primer orden en diversos organismos y foros multilaterales. En el Fondo Monetario Internacional (FMI), que es una institución basada en países, se ha otorgado al BCE la categoría de observador, lo que significa que puede asistir a las reuniones del directorio ejecutivo del FMI cuando se traten asuntos de relevancia para el Eurosistema. Además, se invita al presidente del BCE a asistir —como observador— a las reuniones semestrales del Comité Monetario y Financiero Internacional, que brinda orientación política a la labor del FMI. Asimismo, el presidente del BCE participa, junto con el presidente del Eurogrupo, en las reuniones de ministros de Economía y Finanzas y gobernadores de bancos centrales del G7. El BCE asiste también a las reuniones de dos foros creados por el G7 en 1999: el grupo de 20 ministros de Economía y Finanzas y gobernadores de bancos centrales (G20), integrado por representantes de las principales economías industrializadas y emergentes para examinar cuestiones de política económica y financiera internacionales, y el Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF), que evalúa los posibles factores de vulnerabilidad del sistema financiero internacio-

nal. Además, el BCE participa en las reuniones pertinentes de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), otra institución basada en países, como parte de la delegación de la UE.

Particular importancia reviste el Banco de Pagos Internacionales (BPI), «banco de bancos centrales», que actúa como secretaria y anfitrión para diversas reuniones de bancos centrales, incluida la de los gobernadores del Grupo de los Diez. El BCE se integró como miembro en los comités pertinentes del BPI en noviembre de 1999 y, desde el año 2005, tiene la categoría de accionista. El presidente del BCE participa en las reuniones de gobernadores del G10 y, desde finales del 2003, ha presidido dichas reuniones a título personal. A su vez, el G10 cuenta con varios comités permanentes y grupos de trabajo ad hoc, a los que también pertenece el BCE<sup>19</sup>.

## 5.5 LOGROS Y RETOS FUTUROS

Desde 1998, el grado de apertura de la zona del euro al comercio internacional y a los mercados financieros mundiales ha ido en constante aumento; al mismo tiempo, la inversión y el comercio entre los países miembros de la zona también han experimentado una significativa expansión. El euro ha tenido un efecto positivo en el comercio de la zona del euro, en la medida en que ha estimulado la exportación de nuevos productos y ha reducido, hasta cierto punto, los costes de exportación. Estos resultados son coherentes con la evidencia de los cambios inducidos por el euro en la fijación de los precios comerciales de las empresas, cambios que, al parecer, han fomentado la convergencia de los precios dentro de la zona del euro, lo que, a su vez, también ha presionado a la baja los precios de las exportaciones que se realizan entre los países de la zona. Finalmente, el euro ha incrementado la competencia interna en los países que han adoptado la moneda única, lo que se ha traducido en un aumento general de la competitividad de sus empresas y podría indicar que el endurecimiento de la competencia ha sido también el detonante del aumento observado en la convergencia de los precios comerciales.

Por lo que respecta a los flujos de capital, la creación de la UEM ha representado un cambio institucional fundamental que podría ayudar a explicar la fuerte reasignación de capital que se ha producido. En lo tocante a las inversiones directas, los resultados empíricos sugieren que el euro ha favorecido los flujos de IDE entre los países que integran la zona y ha actuado como catalizador generando oleadas de fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector manufacturero. Los países de la zona del euro han experimentado un extraordinario aumento de este tipo de actividades a escala interna en dicho sector, mientras que el sector servicios no se ha beneficiado todavía plenamente de la integración financiera. De cara al futuro, esto también significa que, probablemente, aumentará el número de fusiones y adquisiciones si se eliminan las barreras internacionales en las ramas de actividad que componen este sector. En cuanto a las inversiones de cartera, además de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, la adopción del euro ha facilitado la distribución transfronteriza de las actividades de cartera entre los países de la zona del euro, en lo que se refiere tanto a los mercados de renta variable como a los mercados de renta fija, a lo que han contribuido factores tales como las reducciones de costes en la financiación mediante capital y mediante valores de renta fija y en la financiación bancaria, el uso de plataformas de negociación comunes, así como la fusión de las Bolsas de Amsterdam, Bruselas y París (para formar Euronext).

La introducción del euro también ha afectado a los sistemas financieros internacionales en la medida en que ha creado una nueva moneda que puede usarse en los mercados internacionales. Desde su introducción en 1999, el euro adquirió inmediatamente categoría internacional, dado que asumió el papel que

19 Los más destacados son el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial y el Comité de Mercados.

antes desempeñaban las monedas a las que reemplazó. Desde entonces, su papel en los mercados internacionales ha ido ganando en importancia, aunque de forma muy gradual. Esta conclusión concuerda con lo expuesto en la literatura económica: el papel internacional de las monedas tiende a avanzar lentamente, refleja factores históricos e institucionales y se caracteriza por sus efectos de red.

Estas dimensiones internacionales de la zona del euro subrayan la necesidad de mantener la cooperación internacional con todos los bancos centrales del mundo. En los diez últimos años, el Eurosistema ha desarrollado, por lo tanto, un estrecho diálogo con los bancos centrales de varias regiones, por ejemplo, organizando seminarios de alto nivel y fomentando relaciones bilaterales estrechas con los principales bancos centrales, como la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Japón. De la misma manera, el BCE asiste a las reuniones de diversos organismos y foros internacionales, incluidos el FMI, el G7, el G20 y el BPI.



## 6 INTEGRACIÓN FINANCIERA

*Varias son las razones por las que, a fin de cumplir las principales funciones que le han sido encomendadas, el Eurosistema tiene un gran interés en la integración financiera. En primer lugar, y ante todo, un sistema financiero bien integrado contribuye a facilitar la transmisión fluida y eficaz de la política monetaria en toda la zona del euro. En segundo lugar, la integración financiera es de suma relevancia para la función del Eurosistema de contribuir a mantener la estabilidad financiera, ya que ofrece mejores oportunidades de distribución y diversificación del riesgo y aumenta la liquidez de los mercados financieros. Al mismo tiempo, un sistema financiero más integrado incrementa las posibilidades de efectos de contagio entre los distintos países. En tercer lugar, el objetivo de lograr la integración financiera está estrechamente relacionado con la función del Eurosistema de garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago y, por ende, de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Unos sistemas de pago y de liquidación más integrados funcionarán de manera más eficiente y eficaz y son, asimismo, esenciales para el proceso de integración financiera, debido al papel fundamental que desempeñan los sistemas de pago en la transferencia de los flujos financieros. Finalmente, la integración financiera es un proceso de gran importancia para asegurar una asignación eficiente de los recursos en el tiempo y el espacio, al facilitar la función del sistema financiero de canalizar los fondos desde los participantes en el mercado que tienen un excedente de ahorro hacia los que registran un déficit, lo que fomenta, en última instancia, un crecimiento económico más sólido y sostenible.*

*Por todo ello, el Eurosistema tiene el mayor interés en que avance el proceso de integración financiera en Europa y, especialmente, en la zona del euro. Más concretamente, en línea con la definición de integración financiera adoptada por el BCE, el Eurosistema tiene como objetivo avanzar en la zona del euro hacia un mercado financiero único en el que todos los posibles participantes (i) estén sujetos a un conjunto único de normas cuando decidan comprar o vender los correspondientes instrumentos o servicios financieros, (ii) tengan igual acceso a los mismos instrumentos o servicios financieros, y (iii) reciban el mismo trato cuando operen en el mercado.*

*En este capítulo se analizan los avances realizados en la integración financiera de la zona del euro y la contribución del Eurosistema a este proceso. El capítulo está estructurado de la manera siguiente. En la sección 6.1 se describen las actividades desarrolladas por el Eurosistema para promover la integración financiera. En la sección 6.2 se examina la situación de la integración financiera en Europa diez años después de la introducción del euro. En la sección 6.3 se evalúan los principales factores que han impulsado y barreras que han obstaculizado la integración financiera, centrándose en el papel del Eurosistema. En la sección 6.4 se presentan las conclusiones.*

### 6.1 ACTIVIDADES DEL EUROSISTEMA PARA PROMOVER LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema considera que la integración financiera es en primer lugar, y sobre todo, un proceso impulsado por el mercado. De conformidad con la disposición general establecida en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado de la Unión Europea, el Eurosistema actuará «con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos». En virtud de sus funciones como banco central y en su calidad de participante activo en el mercado, que mantiene numerosas relaciones con otros participantes, el Eurosistema puede desarrollar actividades encaminadas a promover la integración financiera.

**La integración financiera es un proceso impulsado por el mercado ...**

... pero las políticas públicas pueden promover avances en este proceso

El Eurosistema fomenta la integración financiera ...

... ampliando el conocimiento, propugnando una mayor concienciación y realizando un seguimiento de los avances

En línea con el criterio de que el proceso de integración financiera debería ser impulsado por el mercado, el Eurosistema considera que las políticas públicas deberían desempeñar un papel limitado en el fomento de la integración financiera. En particular, las medidas de política monetaria no deberían promover un nivel o tipo específico de actividad transfronteriza, dado que sólo los propios participantes en el mercado están en posición de desarrollar las estrategias comerciales básicas, adoptar las decisiones de inversión correspondientes y asumir la responsabilidad de las consecuencias económicas de las mismas. Además, el proceso de integración financiera se ve afectado por varios factores que trascienden el alcance de las políticas públicas, tales como la distancia geográfica (y las correspondientes barreras a la información), las diferencias culturales, la diversidad de idiomas y las preferencias de los consumidores. No obstante, el sector público puede contribuir sustancialmente a la integración financiera, reduciendo los obstáculos mediante políticas públicas. El sector público debería establecer un marco legislativo, regulador, supervisor y fiscal que promueva la igualdad de trato y de acceso para todos los participantes en el mercado de la UE.

Para fomentar el proceso de integración financiera, el Eurosistema desarrolla, principalmente, cuatro tipos de actividades: (i) ampliar el conocimiento y propugnar una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera, y realizar un seguimiento de los avances logrados en este proceso en la zona del euro, (ii) asesorar sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero, (iii) actuar como catalizador de las actividades del sector privado, facilitando la acción colectiva, y (iv) prestar servicios de banco central que promuevan también la integración financiera.

Un preciso análisis de la situación de la integración financiera en Europa y un estrecho seguimiento de la marcha del proceso a lo largo del tiempo son requisitos necesarios para emprender toda acción dirigida a fomentar la integración financiera. En consecuencia, el BCE se ha esforzado por medir el grado de integración financiera de la zona del euro mediante indicadores basados en el precio y basados en la cantidad. Los indicadores basados en el precio miden las discrepancias en los precios de los activos en función de su origen geográfico. En un mercado perfectamente integrado, los precios de los activos con características similares deberían depender, principalmente, de factores comunes. Los indicadores basados en la cantidad se utilizan para determinar en qué medida los inversores han internacionalizado sus carteras para cosechar plenamente los beneficios de las posibilidades de diversificación que conlleva una mayor integración financiera<sup>1</sup>.

En septiembre del 2005, el BCE publicó un conjunto inicial de 20 indicadores, que se ampliaron posteriormente y que se presentaron en marzo del 2007 en una nueva publicación anual titulada «Financial integration in Europe»<sup>2</sup>. Estos indicadores se actualizan semestralmente en la dirección del BCE en Internet. Se está trabajando en una nueva ampliación de esta lista, que se basará en los avances realizados en la investigación y el análisis económico y que estará sujeta a una mayor disponibilidad de datos estadísticos. La nueva lista incorporará, especialmente, los fondos de inversión, los fondos de titulización, las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

Además del informe anual del BCE sobre la integración financiera, otras publicaciones periódicas y monográficas proporcionan información sobre los últimos avances en la materia. Por ejemplo, el informe anual del BCE titulado «EU banking structures», elaborado por el Comité de Supervisión

1 Véase L. Baele et al., «Measuring financial integration in the euro area», Occasional Paper n.º 14, BCE, mayo del 2004.

2 El BCE había explicado anteriormente su trabajo en el ámbito de la integración financiera en dos artículos publicados en los Boletines Mensuales y titulados «Integración de los mercados financieros europeos» (octubre del 2003) y «Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea» (mayo del 2006).

Bancaria del SEBC, ofrece un análisis de los cambios estructurales de la banca internacional. Basándose en su experiencia y sus conocimientos como participante activo en el mercado, el BCE patrocina también trabajos de investigación realizados en coordinación con otros miembros del Eurosistema y con representantes del mundo académico. Un importante ejemplo de esta labor es la red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa, que coordinan conjuntamente el BCE y el Centro de Estudios Financieros de la Universidad de Fráncfort<sup>3</sup>.

El Eurosistema contribuye activamente al desarrollo de un marco legislativo y regulador para los servicios financieros de la UE, que reduzca los obstáculos a las operaciones financieras transfronterizas y garantice la igualdad de condiciones para los participantes en el mercado. Para ello, el Eurosistema brinda asesoramiento sobre las principales políticas e iniciativas que han de adoptarse, centrándose en los temas relacionados con las funciones estatutarias del Eurosistema establecidas en el artículo 105 del Tratado, es decir, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad, promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, y contribuir a la buena gestión de las políticas que se lleven a cabo con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

Si bien el marco público debería propiciar la integración financiera, los avances en este sentido dependen, en última instancia, de las iniciativas del sector privado orientadas a aprovechar al máximo las oportunidades existentes para el negocio transfronterizo. A estos efectos, la competencia entre los participantes en el mercado es un factor particularmente importante. Al mismo tiempo, también puede ser relevante una eficaz acción colectiva, especialmente cuando normas y prácticas de mercado heterogéneas obstaculizan el proceso de integración financiera. El Eurosistema puede ayudar a los participantes en el mercado a superar los problemas de coordinación que dificultan la consecución de este objetivo.

Para el Eurosistema, prestar servicios de banco central es otra manera de realizar avances en la integración financiera y, aunque el objetivo primordial de estos servicios es permitirle desempeñar sus funciones básicas como banco central, el Eurosistema procura también garantizar, en la medida de lo posible, que estos servicios favorezcan la integración financiera.

En el cuadro 1 se presentan algunos ejemplos de las principales actividades del Eurosistema encaminadas a fomentar la integración financiera<sup>4</sup>.

## 6.2 INTEGRACIÓN FINANCIERA DIEZ AÑOS DESPUÉS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

### DESCRIPCIÓN GENERAL

Los indicadores de integración financiera del BCE muestran que los avances realizados en la zona del euro varían considerablemente de un segmento de mercado a otro. Estos avances son más significativos en las áreas más próximas a la política monetaria única y dependen también del grado de integración de la correspondiente infraestructura de mercado. El cuadro 2 ofrece una panorámica del estado de la integración financiera de la zona del euro en los principales segmentos de mercado.

... asesorando  
sobre el marco  
legislativo y regulador

... actuando como catalizador  
de las actividades del sector  
privado

... y prestando servicios  
de banco central que  
promuevan la integración  
financiera

Avances considerables  
en el proceso de integración  
financiera

<sup>3</sup> Véase <http://www.eu-financial-system.org>.

<sup>4</sup> El BCE ofrece información más detallada en el informe anual titulado «Financial integration in Europe».

## Cuadro I Principales actividades del Eurosistema para promover la integración financiera

Actividad	Principales objetivos y situación actual
<b>Ampliar el conocimiento, propugnar una mayor concienciación y realizar un seguimiento de los avances</b>	
Informe anual del BCE titulado «Financial integration in Europe»	Publicado por primera vez en el 2007, tiene por objeto informar sobre la situación de la integración financiera en Europa, promover avances en este sentido y propugnar una mayor concienciación pública respecto al papel desempeñado por el Eurosistema para fomentar el proceso de integración.
Desarrollar indicadores del grado de integración financiera de la zona del euro	En el 2005 se publicó un conjunto inicial de indicadores, que se utilizan para evaluar el grado de integración financiera de la zona del euro y realizar un seguimiento de este proceso. El conjunto de indicadores, que se actualizan semestralmente, se ha venido ampliando desde entonces y está prevista la incorporación de mejoras adicionales.
<b>Asesorar sobre el marco legislativo y regulador</b>	
Estrategia de política general para los servicios financieros de la UE	Desarrollar y poner en marcha i) el Plan de Acción para los Servicios Financieros de 1999, diseñado para actualizar y mejorar el marco regulador de la UE y ii) la correspondiente estrategia de seguimiento para el período 2005-2010, que está en curso de ejecución.
Marco institucional de la UE para la regulación y la supervisión financieras	Asegurar el buen funcionamiento del marco Lamfalussy. En el 2007 concluyó una primera revisión completa de este marco y se están desarrollando las medidas de seguimiento.
Infraestructura de compensación y liquidación de valores de la UE	Lograr una infraestructura de mercado integrada, segura y eficiente para las actividades posteriores a la negociación y eliminar los obstáculos a las operaciones transfronterizas. Se están llevando a cabo varias iniciativas encaminadas a desarrollar un marco común para la regulación, la supervisión y la vigilancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores (SEBC-CREV).
<b>Actuar como catalizador de las actividades del sector privado</b>	
Zona única de pagos para el euro (SEPA)	Iniciativa para lograr un mercado plenamente integrado de servicios de pequeños pagos en la zona del euro, sin distinción entre pagos nacionales y pagos transfronterizos, antes del 2010. La SEPA entró oficialmente en funcionamiento en enero del 2008.
Iniciativa STEP (Short-Term European Paper)	Desarrollo de un mercado paneuropeo de valores a corto plazo mediante el cumplimiento voluntario por los participantes en el mercado de un conjunto básico de estándares comunes. La iniciativa STEP entró en funcionamiento en junio del 2006.
Índice medio del tipo del euro a un día (EONIA)	Fijación de un tipo de interés de referencia para los depósitos interbancarios a un día sin garantías. Este tipo de interés se viene calculando de forma continua desde 1999.
<b>Prestar servicios de banco central que promuevan también la integración financiera</b>	
TARGET y TARGET2	En 1999, el Eurosistema crea un sistema de liquidación bruta en tiempo real de grandes pagos en la zona del euro, denominado TARGET. Este sistema es sustituido en el 2007 por una plataforma compartida única, TARGET2.
TARGET2-Valores	En el 2006, el Eurosistema lanza un proyecto de plataforma única europea para la liquidación de valores en dinero de banco central en Europa, sobre el que se adoptará una decisión final a mediados del 2008.
Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC)	En 1999 se pone en funcionamiento un mecanismo de transferencia transfronteriza de activos de garantía en el ámbito del Eurosistema, por el que los BCN actúan como «corresponsales» entre sí y para el BCE. Desde el 2007 está en marcha un proyecto de plataforma compartida única, denominada CCBM2.

En las secciones siguientes se analizan más detenidamente los avances realizados en la integración financiera de los mercados monetarios, los mercados de renta fija y de renta variable, y los mercados bancarios, y se señalan las principales deficiencias observadas.

### MERCADOS MONETARIOS

El mercado monetario de la zona del euro —es decir, el segmento de mercado más próximo a la política monetaria única— alcanzó un grado de integración «casi perfecta» prácticamente desde el momento en que se introdujo el euro. La desviación típica entre países de la zona del euro de la media de los tipos de interés

Mercados monetarios casi plenamente integrados ...

**Cuadro 2** Grado de integración financiera de la zona del euro: situación en los principales segmentos financieros

Mercado	Grado de integración	Infraestructuras relacionadas
<b>Mercados monetarios</b>		
Mercado monetario sin garantías	«Casi perfecto»	Mercado monetario sin garantías: plenamente integradas
Mercado monetario con garantías	Avanzado	Mercado monetario con garantías: parte de efectivo, plenamente integrada; parte de activos de garantía, dificultada por la fragmentación (véanse mercados de renta fija)
<b>Mercados de renta fija</b>		
Mercados de deuda pública	Notablemente avanzado	Fragmentadas
Mercados de renta fija privada	Regular	Fragmentadas
<b>Mercados de renta variable</b>		
	Bajo	Muy fragmentadas
<b>Mercados bancarios</b>		
Actividades del mercado mayorista	Muy avanzado	Plenamente integradas
Actividades del mercado de capitales	Avanzado	Fragmentadas
Banca minorista	Muy bajo	Muy fragmentadas

**Recuadro 1**

**RESULTADOS PRELIMINARES DEL TRABAJO DEL BCE SOBRE EL DESARROLLO FINANCIERO**

En los mercados financieros pueden persistir algunas fricciones, incluso si se ha alcanzado una plena integración financiera. A la eliminación de estas fricciones contribuye el desarrollo financiero, que se puede considerar como un proceso de innovación financiera y de mejora institucional y organizativa del sistema financiero, que permite reducir las asimetrías de la información, lograr mercados más completos, aminorar los costes de transacción y reforzar la competencia.

El desarrollo financiero y la integración financiera están interrelacionados y ambos influyen favorablemente en la eficiencia financiera. Sin embargo, se diferencian en que describen procesos económicos distintos. Por ejemplo, incluso en un mercado plenamente integrado, entre los inversores pueden seguir existiendo problemas de selección adversa que afecten a la asignación del capital. Así pues, para poder incrementar la eficiencia de los mercados financieros, es necesario que la integración financiera se complemente con el desarrollo financiero.

En este contexto, el BCE está realizando un trabajo analítico, enfocado a especificar el concepto de desarrollo financiero y a establecer unos indicadores cuantitativos con los que se pueda medir el grado de desarrollo del sistema financiero. El BCE presentó un conjunto inicial de tales indicadores en la edición del 2008 del informe titulado «Financial integration in Europe»<sup>1</sup>.

El desarrollo financiero sigue siendo objeto de estudio, por lo que los indicadores cuantitativos no pueden reflejar completamente todos los aspectos de un sistema financiero. Por ejemplo, si bien las leyes y los reglamentos formales son más fáciles de medir, las reglas y las prácticas informales pueden ser igualmente importantes. Además, con frecuencia se dispone de información sobre las operaciones de mercado al por mayor, pero no sobre las operaciones personalizadas al por menor.

1 Véase el artículo monográfico titulado «Financial development: concepts and measures», en la edición del 2008 del informe, basado en publicaciones anteriores del BCE sobre este tema, concretamente, P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», Occasional Paper n.º 72, BCE, septiembre del 2007, y el artículo titulado «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

Evaluación complementaria  
del grado de desarrollo  
financiero



... excepto el segmento de valores de renta fija a corto plazo

Claras señales de integración ...

... especialmente en los mercados de deuda pública

Pese a estas limitaciones, los indicadores disponibles sugieren que existe una heterogeneidad bastante acusada entre los distintos mercados y países de la zona del euro. Las principales diferencias están relacionadas con el grado de eficacia jurídica, el tipo y la magnitud de las operaciones de titulización, el nivel de actividades de negociación en los mercados de valores y el número per cápita de operaciones que no se llevan a cabo en efectivo.

El sistema financiero de la zona del euro tiene, en promedio, un nivel comparable al del grupo de países de referencia, excepto quizás el Reino Unido y Estados Unidos, cuyos indicadores son favorables en la mayoría de los casos. Estos resultados sugieren que cabe realizar reformas estructurales adicionales en el sector financiero de la zona del euro y que conviene tomar en consideración no sólo la integración financiera sino también el desarrollo financiero.

de los préstamos interbancarios sin garantías se redujo notablemente, hasta situarse en valores próximos a cero, tras la introducción del euro, y se ha mantenido estable a partir de entonces (véase gráfico 1).

Una importante excepción al alto grado de integración de los mercados monetarios de la zona del euro es el segmento de valores de renta fija a corto plazo (es decir, pagarés de empresa y certificados de depósito), que continúa estando mucho más fragmentado.

La aparición de problemas de liquidez en los mercados monetarios a corto plazo, en el contexto de las turbulencias surgidas en los mercados financieros internacionales en el segundo semestre del 2007, ha influido en la volatilidad de los tipos de interés a muy corto plazo de los mercados monetarios, especialmente en la de los tipos a un día. Probablemente, ello se explica más por la mayor variabilidad del riesgo de crédito entre las entidades de crédito que por la mayor fragmentación, o menor integración, del mercado.

## MERCADOS DE RENTA FIJA Y DE RENTA VARIABLE

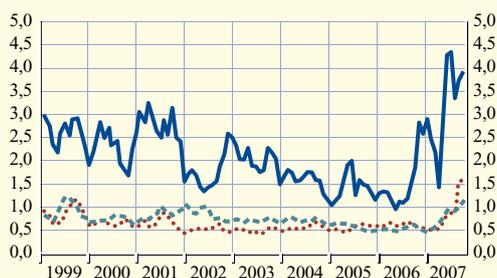
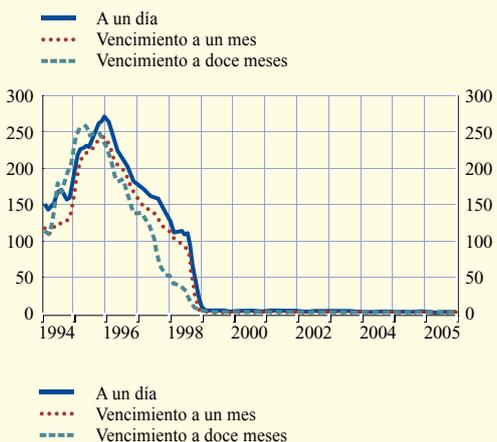
Antes de la introducción del euro, existían varios desincentivos a las actividades financieras transfronterizas, entre los que cabe destacar el riesgo de tipo de cambio, las diferencias entre países en materia de tasas de inflación y de tipos de interés, los elevados costes de transacción por operar con monedas diferentes y las restricciones cambiarias para los inversores y los intermediarios. La adopción del euro eliminó estas barreras e impulsó la integración de los mercados de valores, aunque en distintos grados, dependiendo del segmento de mercado.

Los avances en la integración financiera han sido más rápidos en el mercado de deuda pública, en el que se ha observado una mayor convergencia de los rendimientos, que están determinados cada vez más por factores comunes, aunque todavía influyen factores locales, como las diferencias de liquidez y la existencia de mercados desarrollados de derivados vinculados a los distintos mercados individuales de renta fija. Las divergencias que aún persisten también pueden reflejar las diferencias (percibidas) en el riesgo de crédito, aunque ello no debería considerarse como indicio de falta de integración<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En particular, el pronunciado aumento de los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro con respecto a la referencia alemana observado desde julio del 2007 parece haber sido impulsado más por la preocupación por la liquidez originada por las turbulencias de los mercados financieros, que por diferencias en el riesgo de crédito de la deuda soberana.

**Gráfico 1** Desviación típica de los tipos de interés medios interbancarios sin garantías aplicados a los préstamos entre los países de la zona del euro

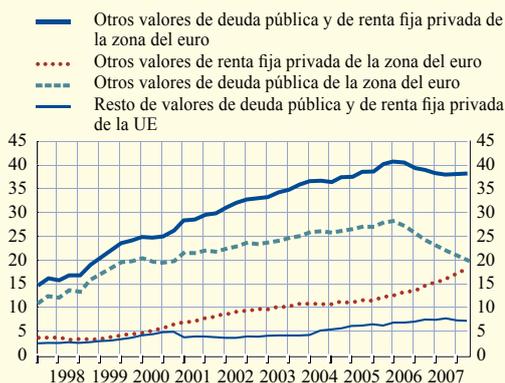
(media móvil de 61 días, puntos básicos)



Fuentes: FBE y cálculos del BCE.

**Gráfico 2** Proporción de carteras internacionales de las IFM de valores de renta fija emitidos por instituciones financieras no monetarias de la zona del euro y de la UE: saldos vivos por residencia del emisor

(en porcentaje de las tenencias totales, excluido el Eurosistema)



Fuente: BCE.

De forma similar, la creación de la unión monetaria ha impulsado también la integración del mercado de renta fija privada, ya que los distintos mercados que estaban anteriormente segmentados por monedas, se han fusionado en un mercado del euro único y diversificado. En consecuencia, los factores específicos nacionales han perdido importancia como elementos determinantes de los precios y de los diferenciales de la renta fija privada.

Avances también en los mercados de renta fija privada ...

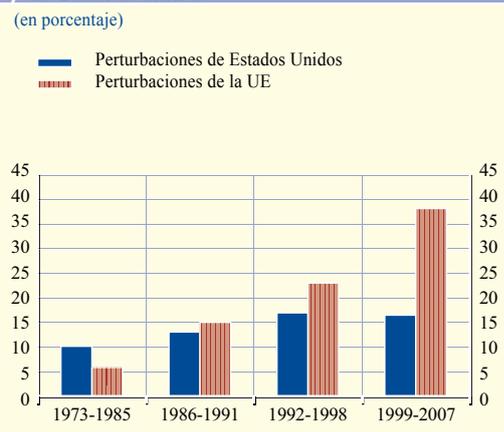
La proporción de carteras internacionales confirma también el alto grado de integración de los mercados de deuda pública y de renta fija privada. Por ejemplo, las carteras internacionales de valores de renta fija a largo plazo han aumentado considerablemente en los diez últimos años. En el caso de las instituciones financieras monetarias (IFM)<sup>6</sup>, han crecido desde aproximadamente el 15% en el año 1999 hasta cerca del 40% en el 2007 (véase gráfico 2). Además, las tenencias de valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras eran inicialmente muy reducidas y su marcado incremento sugiere que los inversores están diversificando crecientemente sus carteras en la zona del euro.

En los mercados de renta variable, el proceso de integración ha avanzado en menor medida, aunque muestra señales de mejora. Desde el inicio de la década de los noventa, la integración de estos mercados ha progresado más rápidamente en la zona del euro que en el resto del mundo, aunque la mayor parte de la varianza del rendimiento de los valores de renta variable sigue explicándose por perturbaciones locales (véase gráfico 3). Entre los años 1997 y 2005, los inversores de la zona del euro duplicaron sus tenencias de acciones emitidas en otros países de la zona, hasta alcanzar el 29% de su cartera total de acciones de la zona del euro, mientras que los valores de renta variable de la zona del euro mantenidos fuera de la zona representaron un porcentaje mucho menor, que no creció de forma significativa.

... y, en menor medida, en los mercados de renta variable

6 Las instituciones financieras monetarias comprenden las instituciones financieras que, en conjunto, constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona y el resto de instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de las instituciones financieras monetarias y en conceder créditos o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Gráfico 3** Proporción de varianza del rendimiento local de los valores de renta variable explicada por las perturbaciones de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

**Gráfico 4** Desviación típica de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares entre los países de la zona del euro



Fuente: BCE.

Avances generales en la integración, aunque más lentos en la banca minorista

## MERCADOS BANCARIOS

Por lo que se refiere a los mercados bancarios de la zona del euro, aunque las actividades del mercado de capitales y las del mercado mayorista presentan claramente un nivel creciente de integración, la banca minorista permanece más fragmentada. En particular, se sigue observando una dispersión relativamente elevada de los tipos de interés bancarios entre los distintos países de la zona del euro, especialmente en el caso del crédito al consumo (véase gráfico 4).

Las diferencias en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito pueden deberse a varias circunstancias, entre las que figuran condiciones asimétricas de las economías nacionales (como las relacionadas con el riesgo de crédito y de tipo de interés, el tamaño de las empresas, la estructura del sector y el grado de desarrollo del mercado de capitales), diferencias en determinados factores institucionales (como la tributación, la regulación, la supervisión y la protección del consumidor) y distintas características de las estructuras financieras (como el grado de financiación bancaria en relación con la financiación a través de los mercados de capitales, y la competitividad)<sup>7</sup>. Pese a estas importantes disparidades, se observan indicios de un proceso gradual de convergencia.

## 6.3 FACTORES DETERMINANTES Y BARRERAS PARA LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

### 6.3.1 MERCADOS MONETARIOS

#### LA INTEGRACIÓN DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO IMPULSA LOS AVANCES EN EL PROCESO GENERAL

Un factor crucial para lograr una integración sostenible de los mercados monetarios ha sido el alto grado de integración de los sistemas de grandes pagos en euros, que ha permitido una gestión segura y eficiente de los pagos interbancarios en la zona del euro.

<sup>7</sup> Véase el informe del BCE titulado «Differences in MFI interest rates across euro area countries», publicado en septiembre del 2006.

Antes de la introducción del euro, cada uno de los países que formarían parte de la futura zona del euro tenía su propia moneda, su política monetaria, sus mercados monetarios nacionales y su infraestructura de pago y liquidación. Aunque los mercados e infraestructuras nacionales llevaban varias décadas funcionando bien en estos países, desde la perspectiva de la nueva zona del euro, eran insuficientes, ya que su fragmentación y la falta de infraestructuras comunes dificultaban las actividades transfronterizas. Era evidente que una infraestructura de mercado tan fragmentada no podría ofrecer el marco adecuado para la política monetaria del BCE y para el mercado monetario de la zona del euro. Por consiguiente, se adoptó la decisión de crear unas infraestructuras nuevas para la liquidación de los pagos en euros en dinero de banco central y para la entrega de activos de garantía transfronterizos en las operaciones de crédito del Eurosistema. Estas infraestructuras del Eurosistema se denominaron sistema TARGET<sup>8</sup> y Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC).

Los servicios de TARGET y del MCBC del Eurosistema ofrecen un marco adecuado para el euro y el mercado monetario

El banco central es el «banco de los bancos». Cuando las entidades de crédito realizan grandes pagos entre sí, prefieren liquidar estas operaciones en los libros del banco central para evitar el riesgo de crédito interbancario. En un sistema de liquidación bruta en tiempo real, los pagos se efectúan en dinero de banco central, con firmeza intradía y con la posibilidad de reutilización inmediata de los fondos. Con la creación de TARGET en enero de 1999, el Eurosistema ofreció este servicio para el euro.

TARGET permite una liquidación segura y eficiente ...

Desde su puesta en marcha, TARGET se ha convertido en un sistema de referencia para el procesamiento de los pagos en euros, en términos de rapidez, fiabilidad, horario y nivel de servicio. Los pagos directamente relacionados con operaciones con el Eurosistema se liquidan a través de TARGET. En consecuencia, la liquidación de una operación de política monetaria afecta a las cuentas de las entidades de contrapartida que participan en la operación en cuestión. No todas las entidades de crédito participan en operaciones con el Eurosistema, por lo que el efecto de liquidez de estas operaciones se redistribuye posteriormente dentro del sistema bancario a través del mercado monetario. Las operaciones del mercado monetario originan pagos que se liquidan, en gran medida, a través de TARGET. Al tratarse de un sistema abierto, todas las entidades de crédito pueden tener acceso directo a infraestructuras comunes de liquidación en dinero de banco central sin tener que depender de competidores comerciales. Así pues, las entidades de contrapartida de la zona del euro pueden realizar transferencias de fondos en dinero de banco central directamente entre sí, con firmeza intradía inmediata. Este servicio existe también en algunos países de la UE que no pertenecen a la zona del euro y cuyos bancos centrales se han conectado voluntariamente al sistema.

... y facilita la ejecución de la política monetaria

Al ser la columna vertebral de la infraestructura de liquidación de los grandes pagos interbancarios en los que el factor tiempo es un elemento crítico, y a fin de cumplir las necesidades de sus clientes y las de los mercados financieros en general, TARGET tiene un amplio horario de apertura, y funciona todos los días, salvo los sábados y domingos y otros seis días festivos al año. Los días operativos son, de hecho, los días de liquidación para los mercados financieros en euros, y para las operaciones con divisas en las que interviene el euro.

El diseño inicial de TARGET se basó en el principio de un nivel mínimo de armonización y en una arquitectura descentralizada, que interconectara los distintos sistemas nacionales existentes. Sin embargo, ante la creciente demanda de servicios más avanzados y armonizados por parte de las instituciones financieras, en octubre del 2002 el Eurosistema empezó a desarrollar una nueva versión, que permitiría pasar de un «sistema de sistemas» a una plataforma compartida única. Este sistema de segunda generación, denominado TARGET2, comenzó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, y sustituyó completamente al anterior sistema TARGET el 19 de mayo de 2008.

Culminación del cambio a la plataforma única

Se espera que este nuevo sistema permita alcanzar un grado incluso mayor de integración en los pagos al por mayor, al proporcionar a los participantes un nivel de servicio armonizado, una estructura de

TARGET2 permitirá aumentar incluso la integración y la eficiencia de los pagos al por mayor

<sup>8</sup> Sistema Automatizado Transeuropeo de Transferencia Urgente para la Liquidación Bruta en Tiempo Real.

precios única para los pagos nacionales y transfronterizos, y un conjunto armonizado de servicios de liquidación del efectivo en dinero de banco central para la liquidación en firme de las operaciones de la gran mayoría de sistemas de transferencia de pagos y valores en euros. Por otro lado, esta nueva infraestructura permite a las entidades de crédito optimizar la gestión de los pagos y de la liquidez. Mientras que con el sistema anterior los usuarios de distintos países debían mantener un elevado número de interconexiones para la comunicación técnica, ahora pueden realizar un seguimiento de las cuentas de sus sucursales en otros países a partir de un punto central. Además, estos usuarios pueden también centralizar sus pagos, lo que debería reportarles beneficios adicionales derivados de las economías de escala, de las posibles ganancias de eficiencia en términos de rapidez y calidad, y de una mayor capacidad para adaptarse a un mercado de pagos en continua evolución.

**Gráfico 5** Importe de los activos de garantía transferidos por las entidades de contrapartida para las operaciones de crédito del Eurosistema



Fuente: BCE.

**Importe diario de 2.400 mm de euros**

Los servicios de liquidación ofrecidos por TARGET y el buen funcionamiento del sistema facilitaron notablemente la rápida integración de los mercados monetarios de la zona del euro en enero de 1999. Por otra parte, mientras que en el año 1999 existían 21 sistemas de grandes pagos en euros, en el 2008 sólo quedan tres. La creación, el funcionamiento fluido y la continua mejora del sistema muestran cómo los servicios del Eurosistema pueden fomentar eficazmente la integración de las infraestructuras de mercado y, por tanto, de los respectivos segmentos de los mercados financieros. Entre los sistemas actualmente en funcionamiento, TARGET2 tiene la mayor cuota de mercado tanto en lo que respecta al importe de los pagos como al número de operaciones procesadas<sup>9</sup>. El importe diario de los pagos alcanza los 2.400 mm de euros, por lo que el importe de los pagos procesados en 3,5 días laborables corresponde nada menos que al PIB anual total de la zona del euro. El importe más alto registrado en un solo día fue de 3.387 mm de euros.

**El MCBC facilitó la utilización transfronteriza de activos de garantía ...**

Otro importante servicio del Eurosistema, que contribuye al proceso de integración de los mercados monetarios, es el MCBC para la utilización transfronteriza de los activos de garantía dentro de la zona del euro. Con arreglo a los estatutos del Eurosistema, todas sus operaciones de crédito han de efectuarse con activos de garantía adecuados y, de acuerdo con su marco operativo, todos los activos utilizados para garantizar sus operaciones de crédito estarán a disposición de todas las entidades de contrapartida, con independencia de la ubicación de los activos o de la entidad.

En la época en que se llevó a cabo la introducción del euro, las infraestructuras de los mercados de valores europeos estaban altamente segmentadas y, en concreto, la red de enlaces entre los sistemas de liquidación de valores estaba incompleta. En ausencia de un adecuado mecanismo de mercado para el uso transfronterizo de los activos de garantía, en 1999 el Eurosistema implantó el MCBC como solución provisional, basada en la expectativa de que, con el tiempo, se desarrollarían soluciones de mercado. A través de este mecanismo, las entidades de contrapartida pueden obtener crédito de su banco central «de

<sup>9</sup> TARGET2 procesa el 89%, en lo que respecta al importe de los pagos, y el 60%, en cuanto al número de órdenes, de las operaciones que se realizan a través de todos los sistemas de grandes pagos en euros, siendo la media diaria de pagos procesados superior a los 360.000 pagos. TARGET2 es uno de los sistemas de pago al por mayor más importantes del mundo, junto con Fedwire en Estados Unidos y con Continuous Linked Settlement (CLS), el sistema internacional de liquidación de las operaciones en divisas.

origen», con la garantía de activos transferidos a otro banco central del Eurosistema (el «banco central corresponsal»). Mientras tanto, este servicio se ha convertido en el principal mecanismo de utilización de los activos de garantía de modo transfronterizo en las operaciones de crédito del Eurosistema.

El MCBC ha contribuido de forma destacada al funcionamiento del sistema de activos de garantía del Eurosistema y a la expansión del uso transfronterizo de estos activos. En efecto, las entidades de contrapartida del Eurosistema han diversificado sus carteras de activos de garantía, incrementando la proporción de inversiones en activos de otros países de la zona del euro. Además, los grupos bancarios con oficinas en varios países han centralizado cada vez más la gestión de la liquidez y de los activos de garantía a nivel de grupo. El importe de los activos de garantía transferidos a través de este servicio ha aumentado de 162,7 mm de euros en el año 1999 a 557,9 mm de euros en diciembre del 2007. Esta última cifra corresponde al 39,6% de los activos de garantía totales entregados entonces al Eurosistema (véase gráfico 5). En el 2006, los activos de garantía transfronterizos representaron el 50,2% del total de activos de garantía entregados al Eurosistema, superando por primera vez el uso de estos activos en operaciones nacionales. En el 2007, en términos relativos, el 81,5% de los activos de garantía utilizados de forma transfronteriza fueron transferidos a través del MCBC, mientras que la proporción de activos entregados a través de los enlaces se situó en el 18,5%.

Están en curso los trabajos destinados a mejorar el servicio prestado por el Eurosistema, a través de la creación de una plataforma técnica única (CCBM2, en sus siglas en inglés), que ofrezca un servicio uniforme en las operaciones con activos de garantía tanto nacionales como transfronterizas. Esta plataforma permitirá sobre todo mejorar la gestión de los activos de garantía y proporcionará importantes oportunidades a las entidades de contrapartida del Eurosistema para reducir la complejidad y los costes de procesamiento y para optimizar la gestión de la liquidez y de los activos de garantía. Además, el nuevo sistema permitirá lograr una mayor sinergia con los servicios de TARGET2 y TARGET2-Valores (véase también la sección sobre los mercados de renta fija y de renta variable en el presente capítulo). A fin de tener debidamente en cuenta las necesidades de las entidades de contrapartida, el Eurosistema está desarrollando un nuevo sistema en estrecha colaboración con los participantes en el mercado.

### INICIATIVAS PARA REDUCIR LA FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES A CORTO PLAZO

Como ya se ha comentado anteriormente, el mercado de valores de renta fija a corto plazo de la zona del euro está aún bastante fragmentado. Las diferencias en los estándares del mercado han contribuido notablemente a dificultar la creación de un mercado paneuropeo. En este contexto, en el 2001 Euribor ACI<sup>10</sup> puso en marcha la iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*) para los valores a corto plazo europeos, con el fin de (i) definir un conjunto de estándares y prácticas comunes de mercado encaminados a promover la integración de los mercados y (ii) fomentar el cumplimiento voluntario de estos estándares por los participantes en el mercado, concediendo una etiqueta común a las emisiones que se ajustan a los requisitos establecidos.

En junio del 2006, Euribor ACI (Asociación de Mercados Financieros) y Euribor FBE (Federación Bancaria Europea)<sup>11</sup> firmaron la Convención de Mercado STEP, que establece los criterios y procedimientos para la concesión de la etiqueta STEP a las emisiones de valores de renta fija a corto plazo, y para la retirada de la misma. El nuevo mercado ha gozado de una rápida aceptación. Por ejemplo, en septiembre del 2007, las emisiones con etiqueta STEP denominadas en euros representaban ya cerca del 30% de todos los valores a corto plazo en euros colocados en todo el mundo por emisores no pertene-

... contribuyendo a incrementar el uso transfronterizo de los activos de garantía

Se está trabajando en mejorar los servicios de entrega de activos de garantía

La iniciativa STEP encaminada a establecer estándares comunes de mercado ...

... fue puesta en marcha en junio del 2006

10 Euribor ACI es una de las asociaciones de mercados financieros que gestionan los índices EURIBOR y EONIA.

11 Euribor FBE respaldó a Euribor ACI en el desarrollo del proyecto a partir de mayo del 2005.

**El Eurosistema actuó como catalizador de este éxito**

cientes al sector público. Asimismo, en diciembre del 2007, los saldos vivos de los respectivos programas alcanzaron los 320 mm de euros, frente a los 60 mm de euros registrados en julio del 2006, es decir, un mes después de la firma de la convención de mercado.

Aunque STEP es un proyecto impulsado por el mercado para fomentar la integración en el segmento de valores de renta fija a corto plazo, el Eurosistema ha contribuido de forma significativa al éxito de esta iniciativa. Tras imprimir el impulso inicial para la puesta en marcha del proyecto, el BCE ha participado también en su desarrollo e implantación. En la fase preparatoria, el BCE facilitó la coordinación entre los participantes en el mercado, contribuyó a la elaboración de la convención de mercado y prestó asistencia legal, además de dar a conocer el proyecto al mercado y al público. Desde la puesta en marcha formal del nuevo mercado, el BCE y nueve BCN del Eurosistema han proporcionado asistencia técnica a la Secretaría de STEP. Por otro lado, el BCE compila regularmente estadísticas sobre tipos de interés y saldos vivos del mercado STEP, y publica esta información en su dirección en Internet. Estas estadísticas, que se han ido perfeccionando con el tiempo, son fundamentales para aumentar el grado de transparencia del mercado, lo que contribuirá notablemente a fomentar nuevos avances en la integración del mercado europeo de valores a corto plazo en los próximos años.

### **6.3.2 MERCADOS DE RENTA FIJA Y DE RENTA VARIABLE**

#### **AVANCES EN EL MARCO DE LA UE PARA LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN FINANCIERAS**

**Avances impulsados por la eficaz actuación del sector público ...**

Los avances en la integración de los mercados de renta fija y de renta variable de la zona del euro constituyen un ejemplo de cómo el sector público puede reducir los obstáculos a las operaciones financieras transfronterizas mediante políticas públicas. La introducción del euro mostró que sólo se podían obtener todos los beneficios potenciales que puede brindar la moneda única para fomentar la integración financiera si el cambio de moneda se complementaba con un eficaz marco de políticas comunitarias orientadas a eliminar las barreras a las actividades transfronterizas y a mantener la estabilidad del mercado único. A estos efectos, en los últimos años se han desarrollado dos iniciativas fundamentales: el Plan de acción para los servicios financieros (PASF) y el «marco Lamfalussy» para la regulación y la supervisión financieras.

**... que comprende el Plan de acción para los servicios financieros ...**

El PASF, puesto en marcha en 1999, supuso una profunda reforma de la legislación relativa a los servicios financieros de la UE. El plan contemplaba 42 medidas legislativas básicas propuestas por la Comisión Europea para actualizar las normas comunitarias existentes en función de la evolución de los mercados y para ampliar la armonización del marco regulador de la UE en línea con el objetivo de lograr un mercado único. Aunque el PASF abarcaba la totalidad del sector financiero, la mayor parte de las medidas estaban relacionadas con los mercados de valores. Entre las principales medidas adoptadas cabe citar la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID, en sus siglas en inglés), la Directiva sobre transparencia, la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y la Directiva sobre folletos<sup>12</sup>.

**... la posterior estrategia de política para los servicios financieros para los años 2005-2010 ...**

Basándose en los resultados obtenidos con el PASF, en diciembre del 2005 la Comisión publicó un libro blanco sobre la política para los servicios financieros de la UE para los años 2005-2010. El libro blanco establece las políticas de la UE en materia de servicios financieros para los próximos años, especialmente en el ámbito de los mercados de valores, centrandó la prioridad en garantizar la aplicación eficaz y uniforme de las medidas del PASF y en consolidar y simplificar la legislación comunitaria existente.

<sup>12</sup> Para una descripción de las principales medidas del PASF, véase el artículo titulado «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

Sólo se contemplan otras posibles iniciativas en un número limitado de áreas muy específicas, concretamente en los servicios de compensación y liquidación y en los servicios financieros al por menor.

El marco Lamfalussy sobre regulación y supervisión financieras se implantó en el ámbito de los valores en el 2001 y ha supuesto avances significativos en el proceso de regulación de la UE, en términos de rapidez y flexibilidad. También ha promovido la aplicación uniforme de las normas comunitarias a escala nacional, especialmente en relación con las directivas sobre mercados de valores adoptadas en el contexto del PASF. El marco Lamfalussy es un proceso innovador de cuatro niveles de aprobación de la legislación financiera. Los principios básicos de la legislación se siguen estableciendo mediante el procedimiento legislativo normal y los han de adoptar el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE (nivel 1). Sin embargo, los detalles técnicos de las medidas legislativas que deberían estar en línea con la evolución del mercado y de la regulación pueden ser adoptados por la Comisión mediante un procedimiento rápido y simplificado, con la participación de comités sectoriales de regulación, integrados por representantes de las autoridades nacionales y europeas responsables (nivel 2). Los comités sectoriales de supervisores nacionales garantizan la transposición uniforme y puntual de las medidas de nivel 1 y 2 a la legislación nacional (nivel 3). Finalmente, la Comisión adopta medidas para reforzar la ejecución de la legislación de la UE, fundamentadas en un aumento de la cooperación entre los Estados miembros, sus organismos reguladores y el sector privado (nivel 4)<sup>13</sup>.

El funcionamiento práctico del marco Lamfalussy —que se amplió al sector bancario y al de seguros en el 2003— ha sido objeto de un estrecho seguimiento y de varias mejoras, que ya se han introducido o que están en curso de estudio. El objetivo principal de estas medidas es cosechar todos los beneficios que pueda reportar el marco, al potenciar una mayor convergencia y cooperación entre las autoridades supervisoras en la aplicación de las normas comunitarias.

El BCE y el Eurosistema han contribuido activamente al desarrollo y a la implantación del PASF y del marco Lamfalussy y a las correspondientes medidas de seguimiento, que se describen en el capítulo 7.

### NECESIDAD DE POTENCIAR LA INTEGRACIÓN DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS DE VALORES

La integración de los mercados de renta fija y de renta variable se basa en la integración de la infraestructura subyacente, especialmente en la de los sistemas de liquidación de valores y de las entidades de contrapartida central. Sin embargo, la integración de las infraestructuras de valores no ha avanzado al mismo ritmo que la de las infraestructuras de grandes pagos. Ello se debe, en buena parte, a la mayor complejidad intrínseca de los valores, que ha originado diferencias en las prácticas de mercado nacionales y en los regímenes jurídicos, reguladores y fiscales. Desde la entrada en funcionamiento de TARGET en 1999, los pagos transfronterizos han representado aproximadamente el 20%-25% del número total de operaciones procesadas y el 35% de su importe total. Por el contrario, aunque los sistemas de liquidación de valores han hecho un esfuerzo especial por establecer enlaces entre sí, su utilización ha sido reducida (menos del 1% del total de pagos en lo que respecta tanto al número de operaciones como a su importe).

Mientras que la infraestructura de postcontratación está fragmentada para la renta fija, lo está aún más para la renta variable. La liquidación transfronteriza de la renta fija se concentra, en gran medida, en dos depositarios centrales de valores de ámbito internacional, mientras que la liquidación transfronteriza de la renta variable se lleva a cabo principalmente a través de los depositarios centrales de valores de ámbito nacional.

13 Para una descripción más detallada del marco Lamfalussy, véase el artículo mencionado anteriormente.

... y la implantación del marco Lamfalussy

El Eurosistema ha contribuido brindando asesoramiento

La integración limitada de las infraestructuras de los mercados de valores ...

... eleva los costes de transacción

En la UE, el alto grado de fragmentación supone elevados costes de postcontratación para las operaciones transfronterizas con valores, reduce las posibilidades de lograr economías de escala y hace más difícil establecer la igualdad de condiciones a nivel europeo. Aunque Europa y Estados Unidos son dos áreas económicas de tamaño comparable, la primera todavía va a la zaga de la segunda en términos de volumen y coste de las operaciones con valores. La brecha de costes es particularmente acusada en la liquidación transfronteriza.

Varias iniciativas destinadas a mejorar la situación

Los sectores público y privado han puesto en marcha varias iniciativas importantes y complementarias para mejorar la situación. En primer lugar, se han identificado las barreras a la integración derivadas de diferencias en las prácticas de mercado y en las disposiciones legales, regulatoras y fiscales, y se están tomando medidas para eliminarlas. En segundo lugar, para promover la integración y la competencia, los grupos interesados del sector adoptaron en noviembre del 2006 un «Código de Conducta en materia de compensación y liquidación de valores», cuya aplicación está siendo objeto de un estrecho seguimiento. En tercer lugar, para fomentar la convergencia de los sistemas nacionales de compensación y liquidación de valores hacia los niveles más altos de seguridad y eficiencia, el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores están formulando unas recomendaciones conjuntas dirigidas a garantizar la seguridad y la solidez de las infraestructuras de postcontratación de la UE.

El Eurosistema propone una plataforma de liquidación (T2S) como medida complementaria

En la estrategia actual orientada a propiciar la integración de la infraestructura de valores con vistas al Mercado Único faltaba una plataforma de liquidación común y neutral que permitiese lograr una mayor interoperatividad y competencia entre los proveedores de servicios. Para suplir esta carencia, y haciendo uso de su facultad de promover la integración financiera mediante la prestación de servicios de banco central, el Eurosistema ha propuesto recientemente la creación de TARGET2-Valores (T2S, en sus siglas en inglés).

Este proyecto se basa en el hecho de que los servicios de los depositarios centrales de valores y de los bancos centrales están estrechamente asociados en el ámbito de los valores. Una operación con valores consiste en la entrega de valores (parte en valores) y la transferencia de efectivo (parte en efectivo). Si la parte en efectivo se liquida a través de un banco central, se dice que la liquidación se ha efectuado en dinero de banco central. Para evitar el riesgo de crédito, la realización de una parte de la operación está supeditada a la realización de la otra (lo que se conoce como «entrega contra pago»). Sin embargo, aunque este servicio funciona eficazmente a escala nacional, existe todavía de forma muy limitada a escala transfronteriza europea.

Se considera que mantener cuentas en valores y cuentas en dinero de banco central en la misma plataforma a efectos de liquidación es la manera más eficiente de liquidar las dos partes de las operaciones con valores (efectivo y valores). Con la puesta en funcionamiento de TARGET2, el Eurosistema ofrece ahora una plataforma única para la liquidación de los pagos (la parte en efectivo) en dinero de banco central. Sin embargo, los valores se siguen manteniendo en sistemas de plataformas múltiples (depositarios centrales de valores). La externalización de las cuentas en dinero de banco central a plataformas múltiples de valores hubiese reducido de forma significativa los beneficios logrados con una plataforma única de pagos.

T2S haría que la liquidación transfronteriza fuera tan barata y eficiente como la liquidación nacional ...

En consecuencia, con el proyecto T2S el Eurosistema propone que las plataformas de valores externalicen sus cuentas en valores a una plataforma única neutral (la plataforma única para los pagos), cuya gestión correría a cargo del propio Eurosistema. Se invitará a cada una de las plataformas de valores a que acepte trasladar su proceso de liquidación a T2S, a fin de que todas las actividades de liquidación queden totalmente integradas, lo que permitirá que la liquidación transfronteriza sea tan barata y eficiente como la actual liquidación nacional.

T2S reportaría los beneficios de las economías de escala y de la competencia. Las economías de escala resultarían de la utilización de una plataforma única para la liquidación en valores y en dinero de banco central, lo que no sólo rebajaría las tarifas, especialmente para la liquidación transfronteriza, sino que permitiría también a los participantes en el mercado agrupar su liquidez y sus activos de garantía, reduciendo así sus costes de oportunidad. Por lo que se refiere a la competencia, las plataformas de valores seguirían proporcionando servicios distintos de la liquidación. Sin embargo, con una plataforma de liquidación común les sería más fácil a los participantes en el mercado y a los inversores decidir dónde quieren mantener un determinado valor. T2S animará a las plataformas de valores a que ofrezcan a sus participantes la oportunidad de centralizar sus tenencias de valores en un único lugar. De esta forma, sería más fácil elegir al proveedor de servicios sobre la base de los costes y del nivel de servicio que en función de la ubicación del valor, y el resultante aumento de la competencia debería rebajar las tarifas.

Uno de los objetivos que persigue el Eurosistema al llevar adelante esta iniciativa es asegurarse de que todas las partes interesadas participen en el proyecto y expresen su opinión. Los resultados conseguidos hasta el momento son fruto de meses de cooperación intensiva entre centenares de expertos de los depositarios centrales de valores, las entidades de crédito y los bancos centrales. Esta manera de trabajar ha sido muy apreciada por el sector y se seguirán aplicando los mismos criterios en los trabajos sucesivos. Está previsto que el Consejo de Gobierno decida en el verano del 2008 si se pasa a la fase siguiente del proyecto y se espera que T2S entre en funcionamiento en el 2013.

### 6.3.3 MERCADOS BANCARIOS

#### INTRODUCCIÓN DE MEJORAS EN EL MARCO REGULADOR Y SUPERVISOR PARA LA BANCA TRANSFRONTERIZA

Los grupos bancarios transfronterizos desempeñan una función esencial en el proceso de integración, al fomentar la competencia y difundir las innovaciones en los productos y servicios financieros a través de su expansión geográfica. En consecuencia, la eliminación de los obstáculos a la banca transfronteriza mediante políticas públicas se ha convertido en un tema importante en los últimos años. A este respecto, los objetivos prioritarios son eliminar los impedimentos a las fusiones y adquisiciones transfronterizas y brindar un apoyo permanente a los grupos bancarios transfronterizos en pos de una mayor eficiencia.

Se han adoptado varias iniciativas encaminadas a perfeccionar el marco de la UE para la banca transfronteriza en el ámbito de la regulación y supervisión bancarias, la supervisión de la conducta en los mercados, la fiscalidad y el derecho de sociedades<sup>14</sup>. Una parte importante de los trabajos se ha centrado en mejorar la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos y fomentar la convergencia de los requisitos nacionales. La mejora del marco para la cooperación entre los supervisores del país de origen y los del país de acogida incluida en la Directiva sobre requerimientos de capital adoptada en el 2006<sup>15</sup> y la mencionada ampliación del marco Lamfalussy al sector bancario constituyen dos hitos en este sentido. Asimismo, ya están en curso varias iniciativas orientadas a mejorar los mecanismos de supervisión de la UE (véase capítulo 7).

14 Estas iniciativas se describen en el artículo monográfico titulado «Strengthening the EU framework for cross-border banks», publicado en la edición del 2007 del informe del BCE «Financial Integration in Europe».

15 La aplicación del histórico acuerdo internacional de Basilea II, que establece requerimientos de adecuación del capital más exhaustivos y sensibles al riesgo, a las entidades de crédito de la UE se llevó a cabo por medio de la Directiva sobre requerimientos de capital. La Directiva introdujo una serie de elementos adicionales adaptados a las características específicas del marco de la UE. En particular, considerando los avances realizados en la integración financiera de la UE, así como el alto grado de interconexiones sistémicas e interdependencia entre autoridades, la Directiva reforzó los requerimientos relativos a la cooperación entre los supervisores de los países de origen y de los países de acogida.

... permitiría  
un uso más eficaz  
de la liquidez  
y de los activos  
de garantía ...

... y estimularía  
la competencia

La decisión final  
sobre el proyecto  
está prevista  
para mediados del 2008

La banca transfronteriza será  
un proceso impulsado por el  
mercado

Varias medidas comunitarias  
dirigidas a eliminar los  
obstáculos mediante políticas  
públicas ...

... respaldadas activamente por el Eurosistema

Por otro lado, la estrategia relativa a los servicios financieros prevista por la Comisión para el período 2005-2010 contempla varias medidas específicas destinadas a facilitar las actividades transfronterizas en el segmento de la banca minorista, con respecto, por ejemplo, al crédito hipotecario, a la movilidad de las cuentas bancarias de los clientes y al acceso transfronterizo a los datos sobre créditos.

Además de proporcionar información para los trabajos dirigidos a mejorar el marco de la UE para la banca transfronteriza, el BCE y el Eurosistema recopilan también información sobre la evolución de los grupos bancarios con importantes actividades transfronterizas en la UE. En particular, desde el 2002 el Comité de Supervisión Bancaria viene realizando una encuesta bienal relativa a estos grupos. Las tres encuestas llevadas a cabo hasta la fecha apuntan a una creciente internacionalización de este sector en los últimos años, como resultado, en gran medida, de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Aunque el número de grupos incluidos en el análisis ha aumentado sólo ligeramente —desde 41 a 46 entre el 2001 y el 2006— los activos consolidados de la muestra han crecido un 54% en ese período y su proporción con respecto a los activos bancarios consolidados de la UE se ha elevado al 68%. Por lo tanto, las entidades bancarias con importantes actividades transfronterizas mantienen un porcentaje significativo y creciente del total de activos bancarios de la UE<sup>16</sup>.

#### HACIA UNA INFRAESTRUCTURA INTEGRADA DE PEQUEÑOS PAGOS PARA LA ZONA DEL EURO

El mercado de pequeños pagos está todavía fragmentado

El grado de fragmentación relativamente elevado de la infraestructura de pequeños pagos ha dificultado la implantación de la banca transfronteriza. Cada país tiene sus propios instrumentos de pago nacionales y estándares diferentes para las transferencias, los adeudos directos y los pagos con tarjeta. Para el Eurosistema es altamente deseable establecer un mercado de pequeños pagos integrado, con un conjunto de instrumentos de pago común a la zona del euro, ya que ello es una consecuencia lógica de la introducción del euro.

El Eurosistema ha actuado como catalizador de la reforma

En los diez últimos años, el Eurosistema ha actuado como catalizador de las reformas, ha elaborado varios informes sobre las causas de la fragmentación y sus posibles remedios, y ha definido los objetivos que se han de alcanzar. En el año 1999, el Eurosistema señalaba ya que las comisiones y los tiempos de ejecución de las transferencias transfronterizas eran mucho más elevados que los de las transferencias nacionales<sup>17</sup>. Estas diferencias estaban parcialmente relacionadas con el predominio de los acuerdos de corresponsalía y con la falta de infraestructuras interbancarias adecuadas para el conjunto de la zona del euro. En el 2000<sup>18</sup>, el Eurosistema observó que, pese a lograrse ciertos avances en el sector bancario, las comisiones cobradas a los clientes no se habían reducido para los pagos transfronterizos. A fin de proporcionar una mayor orientación al sector, el BCE publicó también un plan de actuación concreto para el desarrollo de una moderna infraestructura de pequeños pagos para las transferencias en euros<sup>19</sup>.

El sector aceptó la creación de la SEPA

En diciembre del 2001, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptaron un Reglamento, que obligaba a las entidades a cobrar a los consumidores la misma comisión por pagos en euros nacionales y transfronterizos. Aunque el Reglamento supuso ciertas mejoras para los clientes, al sector bancario le quedaba

16 Puede encontrarse más información sobre el alcance y los resultados de los ejercicios de asociación de los años 2001 y 2003 en el artículo titulado «International activities of large EU banking groups», en la edición del 2005 del informe del BCE sobre las estructuras bancarias de la UE. La edición del 2006 del informe presenta los principales resultados del ejercicio de asociación del 2005. Estos resultados se evalúan también en la publicación «Review of the Lamfalussy Framework: Eurosystem contribution», que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet: <http://www.BCE.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

17 Véase la publicación del BCE de 13 de septiembre de 1999 titulada «Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view».

18 Véase la publicación del BCE de 14 de septiembre de 2000 titulada «Improving cross-border retail payment services – Progress report».

19 Véase la publicación del BCE de noviembre del 2001 titulada «Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro».

todavía una considerable labor por desarrollar para crear la infraestructura de servicios paneuropea. A comienzos del 2002, el sector bancario constituyó el Consejo Europeo de Pagos, que formuló una estrategia encaminada al establecimiento de una zona única de pagos para el euro (SEPA, en sus siglas en inglés)<sup>20</sup>.

Desde el 2002, el Eurosistema ha venido brindando el máximo respaldo al sector, ofreciendo orientación y calendarios para la creación de una infraestructura de pago moderna que responda a las necesidades de los usuarios de la zona del euro<sup>21</sup>. El sector bancario europeo ha hecho un notable esfuerzo por alcanzar un mayor nivel de eficiencia en la realización de los pequeños pagos transfronterizos. Este esfuerzo se ha traducido en tres importantes medidas: un conjunto único de normas para las transferencias, los adeudos directos y los pagos con tarjeta para todos los participantes en el mercado de pagos en euros; igual acceso para los proveedores de servicios y los usuarios de toda Europa; e igualdad de trato para todos los participantes en el mercado. De forma general, ha aumentado claramente la transparencia sobre normas y condiciones.

La Directiva sobre servicios de pago, adoptada a finales del 2007, constituye el marco jurídico de la SEPA para los pagos, y todos los Estados miembros de la UE habrán de aplicarla antes del 1 de noviembre de 2009. La Directiva tiene por objeto fomentar una mayor competencia en los mercados de pago, eliminando las barreras a la entrada en el mercado. Asimismo, la Directiva establece un marco jurídico simplificado y plenamente armonizado para los requisitos de información y los derechos y obligaciones derivados de la prestación y utilización de servicios de pago.

La SEPA entró en funcionamiento el 28 de enero de 2008, con la implantación de un instrumento común de pago para transferencias en euros a escala europea y con la adopción del marco de la SEPA para tarjetas, mientras que la del marco para los adeudos directos está prevista para el 2009. Así pues, diez años después de la introducción del euro, se está finalmente poniendo en marcha la infraestructura de pequeños pagos en euros. Los instrumentos de pago nacionales se irán retirando gradualmente en los próximos años y se sustituirán con soluciones más innovadoras. En un futuro próximo se espera cosechar los beneficios de la SEPA en términos de mayor integración y eficiencia del mercado bancario minorista.

#### 6.4 LOGROS Y RETOS FUTUROS

En los diez últimos años se han realizado avances considerables en la integración financiera de la zona del euro. Unos mercados financieros más integrados ayudan al Eurosistema a cumplir su mandato eficazmente y a alcanzar sus objetivos, contribuyendo concretamente al mantenimiento de la estabilidad de precios, a la estabilidad financiera, al buen funcionamiento de los sistemas de pago y al crecimiento económico. La introducción del euro ha sido ya un factor determinante de la integración financiera. Además, en el último decenio el Eurosistema ha contribuido de forma significativa a la integración financiera, actuando principalmente en cuatro direcciones.

En primer lugar, el BCE ha desarrollado un marco conceptual para la evaluación y el seguimiento del grado de integración financiera de la zona del euro, que analiza periódicamente en su informe anual

Adopción de medidas y  
definición del marco jurídico

Puesta en funcionamiento de  
la SEPA en enero del 2008

La integración financiera  
ayuda al Eurosistema a  
alcanzar sus objetivos

El Eurosistema ha fomentado  
el proceso de integración

20 Véase el Libro Blanco del Consejo Europeo de Pagos titulado «Euroland: Our Single Payment Area!» (mayo del 2002).

21 Para orientar al sector financiero, el Eurosistema ha publicado varios informes de situación: 26 de junio de 2003, «Towards a Single Euro Payments Area – progress report»; 2 de diciembre de 2004, «Towards a Single Euro Payments Area – third progress report»; 17 de febrero de 2006, «Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines» (cuarto informe de situación); 20 de julio de 2007 «Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality» (quinto informe de situación). Para más información sobre el impacto de la SEPA sobre la integración financiera, véase la edición del 2007 de la publicación del BCE titulada «Financial integration in Europe».

sobre la integración financiera en Europa. Ello permite al BCE proporcionar una sólida base empírica para las medidas encaminadas a fomentar la integración financiera. Asimismo, le permite contribuir al debate sobre las políticas a adoptar y propugnar una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y del papel del Eurosistema para avanzar en este proceso.

En segundo lugar, el Eurosistema ha actuado eficazmente como catalizador de las iniciativas del mercado orientadas a impulsar la integración financiera. Esta actuación se ha desarrollado en varias áreas importantes. En efecto, el Eurosistema ha fomentado, por ejemplo, una mayor integración de los mercados de valores de renta fija a corto plazo (a través del proyecto STEP) y de los mercados bancarios minoristas (mediante la creación de la SEPA).

En tercer lugar, el Eurosistema ha contribuido al desarrollo de varias medidas comunitarias dirigidas a reducir los obstáculos a la integración financiera mediante políticas públicas. Estas medidas tenían por objeto, por ejemplo, potenciar la integración de los mercados de valores y de los mercados bancarios mediante el establecimiento de un marco legislativo, regulador y supervisor más completo y coherente para los servicios financieros y los sistemas de compensación y liquidación de valores de la UE.

En cuarto lugar, el Eurosistema ha promovido también la integración financiera a través de los servicios que presta en el desempeño de sus funciones como banco central. Esta eficaz labor se ha materializado en la integración de las infraestructuras de mercado para los grandes pagos (TARGET y TARGET2) y en la implantación de un sistema común de transferencia transfronteriza de activos de garantía (MCBC), dos iniciativas clave para lograr y mantener una integración casi perfecta de los mercados monetarios.

#### Prioridades futuras

El Eurosistema seguirá utilizando estas herramientas, especialmente en aquellas áreas en las que se ha avanzado más lentamente en el proceso de integración financiera, es decir, en los mercados de renta fija, de renta variable y de banca minorista. A estos efectos deberán contemplarse las acciones prioritarias siguientes: (i) brindar asesoramiento sobre posibles nuevas mejoras del marco de la UE para los servicios financieros, centrándose en la supervisión financiera, la banca minorista y la eliminación de obstáculos a la compensación y liquidación transfronterizas de valores; (ii) establecer el servicio de liquidación de operaciones con valores (TARGET2-Valores) previsto por el Eurosistema; y (iii) respaldar la plena implantación de la SEPA. Por último, el BCE se esforzará por mejorar su marco conceptual para la integración financiera y por ampliarlo en el tiempo, a fin de incluir la evaluación de los avances realizados en el desarrollo financiero.



## 7 ESTABILIDAD Y VIGILANCIA FINANCIERAS

*La contribución a la estabilidad financiera constituye, por varias razones, una de las responsabilidades básicas del Eurosistema. Dada su función de emisores de dinero, los bancos centrales deben vigilar la calidad de las instituciones financieras que actúan como entidades de contrapartida en la instrumentación de la política monetaria. Un motivo adicional se deriva de la necesidad de contar con un sistema financiero estable para la transmisión eficaz de la política monetaria. Asimismo, los bancos centrales actúan como proveedores últimos de canales seguros para la liquidación de transacciones financieras, así como de liquidez al sistema financiero. Por último, la estabilidad financiera también influye favorablemente en la evolución económica. En las últimas décadas, la importancia de la relación entre el crecimiento económico y la estabilidad financiera ha crecido paulatinamente, dada la notable expansión del sector financiero en relación con la economía real. En concreto, ha aumentado la probabilidad de que graves alteraciones del proceso de intermediación financiera tengan repercusiones macroeconómicas<sup>1</sup>.*

*Durante los diez últimos años, el Eurosistema ha realizado una importante contribución a la salvaguardia de la estabilidad financiera en la zona del euro mediante la persecución de su objetivo principal de mantenimiento de la estabilidad de precios. La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE ha garantizado que pueda tenderse a la estabilidad de precios sin introducir volatilidad innecesaria en la actividad económica y en los mercados financieros. Asimismo, el Eurosistema ha contribuido a la estabilidad financiera a través de dos canales principales; en primer lugar, realizando una serie de tareas orientadas a promover la estabilidad del sistema financiero en la zona del euro y, en segundo lugar, cooperando en las labores de las autoridades nacionales y de la UE competentes en materia de estabilidad financiera. El Eurosistema, además, ha asumido responsabilidades directas de vigilancia de las infraestructuras de mercado, especialmente en el ámbito de los sistemas de pago, tarea que también contribuye a la estabilidad del sistema financiero.*

*El presente capítulo ofrece una visión general de los principales logros del Eurosistema en estas áreas. En la sección 7.1 se describe el marco común en el que se inscriben sus respectivas actividades, con un breve repaso del concepto de estabilidad financiera y de la función del Eurosistema a este respecto. En la sección 7.2 se evalúa la contribución de éste a la estabilidad financiera, mientras que en la sección 7.3 se analiza su función en materia de vigilancia.*

### 7.1 ESTABILIDAD FINANCIERA Y LAS FUNCIONES DEL EUROSISTEMA

Hasta ahora, no existe una definición generalmente aceptada de estabilidad financiera. Al margen de una clara crisis financiera, resulta particularmente difícil identificar con razonable precisión un caso de inestabilidad financiera. Conforme a la definición utilizada por el BCE, la estabilidad financiera es una situación en la que el sistema financiero —incluidos los intermediarios financieros, los mercados y las infraestructuras de mercado— es capaz de soportar los efectos de perturbaciones y el desarrollo de desequilibrios financieros<sup>2</sup>.

La consecución y el mantenimiento de la estabilidad financiera es responsabilidad, en primer lugar, de los participantes en el mercado, de quienes se espera una evaluación y gestión eficaz de sus riesgos, así como la asunción de las consecuencias financieras de sus operaciones. Sin embargo, los participantes en los mercados no tienen en cuenta los posibles riesgos sistémicos que podrían derivarse de sus actividades. En consecuencia, también existe un marco público de prevención y gestión de crisis financieras

**La estabilidad financiera es un concepto complejo...**

**... y principalmente una responsabilidad del sector privado**

1 Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), «Central banks and financial stability: exploring a land in between». Documento introductorio al panel de expertos reunidos en la Segunda Conferencia del BCE sobre Banca Central, dedicada a la «Transformación del sistema financiero europeo», celebrada los días 24 y 25 de octubre de 2002.

2 Véase el artículo monográfico titulado «Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges», en la publicación *Financial Stability Review* del BCE de junio del 2005.

potenciales destinado a evitar que los problemas financieros amenacen la estabilidad global del sistema económico y financiero, mientras trata de minimizar en la medida de lo posible las distorsiones sobre los mecanismos de mercado. Este marco incluye la vigilancia y evaluación periódicas de la estabilidad financiera, así como la regulación y la supervisión financieras, la vigilancia de las infraestructuras de mercado y una serie de posibles medidas para la gestión de crisis.

#### Funciones del Eurosistema

En estas áreas, el Eurosistema desempeña dos funciones principales. En primer lugar, realiza diversas tareas en materia de estabilidad financiera en el ámbito de la zona del euro, como la vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera en la zona, así como operaciones de mercado destinadas a atajar perturbaciones financieras generales y a aliviar tensiones en el mercado monetario de la zona del euro. En segundo lugar, el Eurosistema contribuye a la definición de las políticas de estabilidad financiera de las autoridades competentes —nacionales y de la UE— relativas a la vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera, a la regulación y supervisión financieras y a la gestión de crisis. Además, el Eurosistema vigila las infraestructuras de mercado como parte de su función básica de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. En las siguientes secciones se analizan en detalle la contribución del Eurosistema a la estabilidad financiera y sus funciones de vigilancia de las infraestructuras de mercado.

## 7.2 CONTRIBUCIÓN A LA ESTABILIDAD FINANCIERA

### MARCO INSTITUCIONAL

Tras la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se establecieron marcos institucionales diferentes para la política monetaria y para la estabilidad financiera en la zona del euro. Mientras que la responsabilidad sobre la política monetaria se transfirió desde el ámbito nacional al supranacional (véase capítulo 2), la responsabilidad de los mecanismos de salvaguardia de la estabilidad financiera ha permanecido en el ámbito nacional. Además, en contraste con la situación existente en varios países pertenecientes al Eurosistema, donde los bancos centrales mantienen la responsabilidad de la supervisión prudencial, o un grado muy alto de participación en la misma<sup>3</sup>, las funciones de banca central y de supervisión quedaron separadas en la UEM, ya que el BCE y el Eurosistema no asumieron competencias directas en materia de supervisión.

Este marco institucional concreto, intrínsecamente más complejo que el marco de política monetaria, ha generado la necesidad de una estrecha cooperación (i) dentro del Eurosistema, entre el BCE y los BCN, a fin de vigilar y afrontar con eficacia los posibles riesgos existentes para la estabilidad financiera en el conjunto del área, y(ii) entre el Eurosistema y los supervisores nacionales, al objeto de garantizar una estrecha coordinación entre las funciones de banca central y de supervisión en la salvaguardia de la estabilidad financiera.

A este respecto, el Tratado de la Unión Europea (el Tratado de Maastricht) establece unos mecanismos de cooperación concretos. En primer lugar, el Eurosistema debe «contribuir 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»<sup>4</sup>. En segundo lugar, el BCE deberá ser

3 Las estructuras en materia de supervisión de los Estados miembros de la UE son muy diferentes, tanto en términos de la participación del banco central como de la asignación de la responsabilidad supervisora sobre los distintos sectores financieros. Por ejemplo, mientras que las responsabilidades supervisoras se encuentran divididas en función del sector supervisado en algunos países, otros han centralizado bajo una única autoridad la supervisión financiera de los sectores bancario, de seguros y de valores. La publicación del BCE titulada «Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», disponible en la dirección del BCE en Internet ([http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structuresen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf)) presenta una panorámica reciente (2006) de los mecanismos existentes en los países de la UE.

4 El apartado 5 del artículo 105 del Tratado de la Unión Europea.

Las competencias nacionales en el ámbito de la estabilidad financiera ...

... subrayan la necesidad de una cooperación transfronteriza

Los mecanismos de cooperación establecidos en el Tratado ...

consultado sobre cualquier propuesta de acto comunitario o proyecto de disposición legal de las autoridades nacionales que entre en su ámbito de competencias. Del mismo modo, 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<sup>5</sup>. Por último, el Tratado prevé la posibilidad de transferir al BCE tareas específicas en materia de supervisión mediante un procedimiento simplificado sin necesidad de reformar el Tratado<sup>6</sup>. Esta cláusula, que hasta ahora no ha sido invocada, sería una opción en caso de que los mecanismos institucionales de cooperación se mostrasen incapaces de lograr una interacción fluida y eficaz entre las autoridades.

El Eurosistema lleva a cabo su mandato en materia de estabilidad financiera con el apoyo del Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en sus siglas en inglés), creado por el Consejo de Gobierno del BCE en 1998. El BSC incluye representantes de alto nivel del BCE y los BCN del Eurosistema, así como de las autoridades nacionales con competencias en supervisión bancaria pertenecientes a los países del Eurosistema cuyos BCN carecen de dichas competencias. Además, el BSC incluye representantes de los bancos centrales y de las autoridades supervisoras de los países de la UE que no han adoptado la moneda única. Esta amplia participación refleja el hecho de que las responsabilidades nacionales en materia de estabilidad y supervisión financieras se cumplen con arreglo al marco regulador armonizado y al Mercado Único de la Unión Europea<sup>7</sup>.

## ENTORNO DE MERCADO

Las funciones y tareas del BCE y del Eurosistema en materia de estabilidad financiera han evolucionado en un entorno caracterizado por avances generalizados en la integración financiera transfronteriza (que se describen en el capítulo 6), así como por el mayor dinamismo y la creciente complejidad del sistema financiero.

La integración financiera posibilita una mejor distribución y diversificación del riesgo e incrementa la liquidez y la profundidad de los mercados financieros, aumentando así la capacidad de resistencia del sistema financiero. Sin embargo, también eleva la propensión del sistema financiero a perturbaciones de origen o carácter potencialmente transfronterizo. Esta circunstancia exige un continuo fortalecimiento de los procedimientos de intercambio de información y cooperación transfronterizos entre los bancos centrales y las autoridades supervisoras, especialmente respecto del creciente número de importantes grupos bancarios multinacionales que operan en la UE.

Además, el veloz ritmo de innovación financiera, junto con la creciente integración financiera, ha difuminado las fronteras existentes entre los intermediarios financieros, los mercados y las infraestructuras de mercado, así como entre los distintos segmentos del mercado financiero. La mayor participación de las entidades bancarias en los mercados de capitales (mediante, por ejemplo, la titulización de préstamos bancarios, los instrumentos de transferencia del riesgo de crédito y los complejos productos de financiación estructurada), la creciente relevancia de los conglomerados financieros, la progresiva implicación de los bancos comerciales en la provisión de servicios de infraestructura y la participación cada vez más destacada de entidades no reguladas en los mercados e infraestructuras financieros constituyen importantes hitos a este respecto.

5 Artículo 25.1 de los Estatutos del SEBC.

6 Apartado 6 del artículo 105 del Tratado y artículo 25.2 de los Estatutos del SEBC.

7 Para más información sobre el BSC, véase Papademos, Lucas (2007), «The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU», en: Kreditwesens, vol. 8, pp.28-31.

...funcionan con el apoyo  
del BSC

La integración financiera exige  
una mayor cooperación  
transfronteriza

La dinámica y complejidad  
del sistema financiero ...

... complica la salvaguardia de la estabilidad financiera

En consecuencia, existe una necesidad constante de desarrollar y actualizar el marco de vigilancia, análisis y respuesta a los riesgos potenciales del sistema financiero, teniendo en cuenta las distintas interconexiones entre sus componentes y sus correspondientes dinámicas. Esta tarea resulta cada vez más exigente.

## PRINCIPALES LOGROS DEL EUROSISTEMA

### VIGILANCIA Y EVALUACIÓN DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Orientación prospectiva de la estabilidad financiera

El BCE entiende que la salvaguardia de la estabilidad financiera presenta una importante dimensión prospectiva; así, en la medida de lo posible, deben identificarse las posibles fuentes de riesgos o vulnerabilidades de carácter financiero —como las ineficiencias en la asignación de los recursos financieros y la valoración o gestión errónea de los riesgos financieros— antes de que generen desequilibrios insostenibles y potencialmente dañinos en el sistema financiero. Al mismo tiempo, resulta conveniente tratar de evaluar la importancia de estas debilidades financieras y de sus potenciales efectos sobre la estabilidad general del sistema financiero. En particular, esta evaluación contribuiría a centrar las medidas adoptadas por los sectores privado y público en aquellos riesgos con mayor probabilidad de socavar la estabilidad financiera.

En consecuencia, el Eurosistema observa y evalúa periódicamente las posibles fuentes de riesgos y vulnerabilidades en el sistema financiero a fin de contar con un temprano reconocimiento de los desequilibrios emergentes y de sentar las bases para la adopción de las medidas correctoras adecuadas, como una intensificación de la supervisión financiera o de la vigilancia de los mercados.

Todos los componentes del sistema financiero reciben atención

En este contexto, el Eurosistema presta una gran atención a la capacidad de resistencia del sector bancario, que desempeña un papel fundamental en la ejecución y la transmisión de la política monetaria, en los sistemas de pago y en la canalización de fondos desde los ahorradores a los inversores. Al mismo tiempo, este análisis se complementa mediante una evaluación más general, tomando en consideración los restantes componentes del sistema financiero, como mercados, intermediarios financieros no bancarios e infraestructuras, dada la creciente importancia de estos componentes dentro del sistema y sus estrechas conexiones con las entidades bancarias. Además, el Eurosistema concede gran relevancia a una estrecha cooperación con las autoridades supervisoras en la vigilancia de la estabilidad financiera con el fin de combinar las visiones macro y microprudenciales. A este respecto, resulta fundamental la labor del BSC como foro de intercambio de conocimientos y experiencias entre los bancos centrales y las autoridades supervisoras.

Combinación de visiones macro y microprudenciales

Las actividades del Eurosistema se basan en tres pilares:

Las actividades del Eurosistema en materia de vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera se basan en tres pilares.

Informe semestral sobre la estabilidad financiera en la zona del euro ...

En primer lugar, el BCE inició en el año 2000 el desarrollo de un marco integral para la evaluación de posibles riesgos y vulnerabilidades en el conjunto del sistema financiero de la zona del euro. Esta evaluación intenta determinar la solidez individual y colectiva de las instituciones, mercados e infraestructuras de la zona; identificar las principales fuentes de riesgo y vulnerabilidad que podrían plantear problemas para la futura estabilidad del sistema financiero; y valorar la capacidad de éste para afrontar dichos riesgos en caso de llegar a materializarse. Desde diciembre del 2004, los resultados de esta evaluación sistemática se publican en un informe semestral sobre la estabilidad financiera, titulado *Financial Stability Review*, aprovechando datos e informaciones procedentes del BSC. Al igual que las publicaciones de índole similar difundidas por otros bancos centrales de todo el mundo, el principal objetivo de este informe consiste en promover el conocimiento por parte del sector financiero y del público en ge-

neral de fenómenos relevantes para la estabilidad del sistema financiero en la zona del euro. Además, al ofrecer una visión panorámica de las fuentes de riesgo y vulnerabilidad que potencialmente podrían afectar a la estabilidad financiera, el informe trata de contribuir a una relajación de las tensiones financieras o a una prevención inicial de éstas.

En segundo lugar, desde 1999 el BSC viene realizando análisis macroprudenciales periódicos del sector bancario de la UE, cuyos resultados se publican desde el 2003 en un informe anual titulado *EU banking sector stability*. Asimismo, el BSC examina regularmente los fenómenos estructurales acaecidos en el sector bancario de la UE relevantes para los bancos centrales y las autoridades supervisoras. El informe anual titulado *EU banking structures*, publicado por vez primera en el 2002, es el resultado de estos trabajos. Los análisis macroprudenciales y estructurales del BSC se basan en una combinación de informaciones estadísticas agregadas recopiladas por los bancos centrales y las autoridades supervisoras de la UE, complementada mediante información cualitativa y, en la medida de lo posible, prospectiva aportada por los miembros del BSC.

En tercer lugar, el BCE y el Eurosistema, junto con otros bancos centrales de la UE, tienen un alto grado de implicación y participan en los trabajos de otros organismos e instituciones encargados de la vigilancia de la estabilidad financiera en Europa y en todo el mundo. En el ámbito de la UE, esa participación especialmente se centra en su apoyo al Comité Económico y Financiero (CEF), institución que viene examinando desde el 2003 y con periodicidad semestral materias de estabilidad financiera en su configuración de Mesa de Estabilidad Financiera (FST, en sus siglas en inglés) y tiene la responsabilidad de preparar los debates del Consejo ECOFIN sobre estos temas<sup>8</sup>. A escala mundial, el BCE y los BCN del Eurosistema, junto a otros bancos centrales de la UE, participan activamente en las labores de vigilancia del Fondo Monetario Internacional, el Foro sobre Estabilidad Financiera, el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial y el Banco de Pagos Internacionales.

Pese a sus notables logros, el marco de vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera del Eurosistema requiere nuevas mejoras. A este respecto, un reto importante –no sólo para el Eurosistema, sino también para los bancos centrales y las autoridades supervisoras de todo el mundo– lo constituye la introducción de mejoras en las metodologías cuantitativas utilizadas en la identificación de los riesgos para la estabilidad financiera y en la evaluación de los efectos potenciales de la materialización de esos riesgos. Se trata de una tarea complicada, puesto que la cuantificación del objetivo de estabilidad financiera no es sencilla y la definición de un marco analítico adecuado, incluidos los indicadores, modelos y métodos adecuados, resulta intrínsecamente muy compleja. Además, la rápida y continua transformación del sistema financiero, combinada con el fenómeno de la innovación financiera, plantea dificultades adicionales para el desarrollo de un marco analítico adecuado. En particular, la complejidad de algunos de los nuevos instrumentos financieros, la redistribución de los riesgos entre los distintos sectores y la opacidad de las operaciones de un creciente número de instituciones financieras no bancarias han dificultado considerablemente la construcción de modelos del sistema financiero, así como las tareas de vigilancia y evaluación de los riesgos<sup>9</sup>. Aunque las dificultades que estos trabajos de evaluación deben superar son formidables, es importante constatar los notables progresos realizados en los últimos años.

De forma gradual, el informe semestral sobre la estabilidad financiera ha adquirido profundidad analítica, particularmente en el análisis de las instituciones y los mercados financieros. Como ejemplos de

... análisis macroprudenciales y estructurales del sector bancario de la UE con periodicidad anual ...

... contribución a la vigilancia de la estabilidad financiera en la UE y en todo el mundo

Los retos de índole cuantitativa en la evaluación de la estabilidad financiera ...

... exigen continuas mejoras en las metodologías del Eurosistema

8 Mientras que el CEF incluye en su habitual composición a representantes de los Ministerios de Economía de la UE, de los bancos centrales nacionales, del BCE y de la Comisión, en su configuración FST aquélla se amplía para incluir a los presidentes del BSC y de los comités de supervisión de la UE, creados estos últimos bajo el enfoque Lamfalussy (véase la siguiente sección sobre regulación y supervisión financieras).

9 Véase el artículo monográfico titulado «Measurement challenges in assessing financial stability», en la publicación *Financial Stability Review* del BCE de diciembre del 2005.

este proceso, cabe citar los métodos de cuantificación de las exposiciones de grupos bancarios grandes y complejos al riesgo de crédito frente al sector empresarial, el desarrollo de diversos indicadores de otras modalidades de riesgo asumidas por bancos, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y empresas de seguros, así como los indicadores de actividad en los mercados financieros dirigidos a identificar posibles desequilibrios. El desarrollo de metodologías para la realización de pruebas de estrés a escala macroeconómica del sistema financiero de la zona del euro constituye otro importante componente de esta labor. El objetivo principal de estas pruebas consiste en evaluar los posibles efectos sobre el sistema financiero, en términos de su coste económico, de acontecimientos extremos o fuertes perturbaciones. En última instancia, este marco de pruebas de estrés permitiría cuantificar y priorizar los riesgos con arreglo a su importancia y daría una orientación más adecuada a las labores de vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera. Además, una vez aplicadas por completo, las pruebas de estrés a escala macroeconómica podrían propiciar mejoras de la coherencia interna —y, por tanto, del componente prospectivo— del marco de vigilancia de la estabilidad financiera del Eurosistema. En los últimos años, el BCE ha colaborado estrechamente con el BSC en la identificación de métodos para mejorar, en especial, la cobertura del componente transfronterizo de las pruebas de estrés, un aspecto cada vez más relevante conforme aumenta la integración financiera en la zona del euro y crece la importancia de la operativa transfronteriza de las instituciones financieras<sup>10</sup>.

**Necesarias mejoras en la calidad y disponibilidad de la información**

Otro reto importante ha sido el desarrollo de una adecuada infraestructura de información como soporte de las tareas de vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera y, especialmente, la mejora de los intercambios de información en el seno del BSC y del Comité de Estadística, incluida una recopilación anual de las cifras consolidadas del conjunto del sistema bancario de la UE. Las limitaciones de estos datos, en términos de disponibilidad y calidad, se consideran importantes obstáculos en el proceso de ulterior desarrollo de marcos cuantitativos para la evaluación de la estabilidad financiera. En este sentido, resulta extraordinariamente relevante la ampliación del conjunto de datos de alta calidad disponibles.

**Objetivo: garantizar la solidez y solvencia general de las instituciones financieras**

## REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

Bajo el supuesto de que la operativa del sector privado puede mostrarse incapaz de evitar la aparición de desequilibrios financieros, el marco regulador y supervisor de la UE trata de fomentar la solidez y solvencia general de las instituciones financieras. Los requisitos prudenciales en términos de coeficientes mínimos de capital, buenas prácticas de gestión del riesgo e información pública constituyen los principales instrumentos a este respecto.

**Tareas de asesoramiento y contribuciones del BCE/Eurosistema ...**

El Eurosistema participa activamente en estas labores, dado el refuerzo mutuo existente entre sus análisis macroprudenciales y estructurales del sistema financiero y las evaluaciones microprudenciales realizadas por los supervisores. Como resultado, el BCE y el Eurosistema brindan asesoramiento sobre el desarrollo del marco regulador y supervisor de la UE y lo favorecen. El BCE desempeña también funciones consultivas sobre propuestas de modificaciones de las legislaciones nacionales relativas a la regulación y la supervisión financieras.

**... al marco regulador de los servicios financieros en la UE**

En los últimos años, el BCE y el Eurosistema han realizado importantes contribuciones al proceso de mejora del marco regulador de los servicios financieros en la UE. Una de esas contribuciones guardó relación con el Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF) de 1999, que modernizó y amplió el marco regulador de los servicios financieros dentro la UE (véase capítulo 6). El BCE participó en el desarrollo del

<sup>10</sup> Véase Fell, John (2007), «Challenges for EU-wide macro stress-testing», presentación realizada en la conferencia del BCE sobre pruebas de estrés y ejercicios de simulación de crisis financieras celebrada los días 12 y 13 de julio de 2007, disponible en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>.

PASF a través de la emisión de dictámenes formales sobre diversas propuestas legislativas de la Comisión y de su pertenencia a los comités técnicos. En una fase posterior de estos trabajos, el Eurosistema contribuyó a la formulación de la estrategia de política sobre servicios financieros de la UE para los años 2005-2010, publicada como Libro Blanco de la Comisión en diciembre del 2005<sup>11</sup>. El BCE y el Eurosistema continúan aportando conocimientos y experiencias durante la aplicación práctica del Libro Blanco<sup>12</sup>.

El Eurosistema también ha participado activamente en el actual desarrollo del marco institucional de la UE para la regulación y la supervisión financieras. En concreto, ha sido un enérgico defensor del «marco Lamfalussy» para la regulación y la supervisión financieras, cuyo objetivo consiste en introducir una mayor eficiencia y flexibilidad en el proceso de toma de decisiones legislativas de la UE, así como establecer un marco regulador y supervisor más coherente en los distintos Estados miembros (véase capítulo 6). El BCE desempeña asimismo un papel activo en el funcionamiento del marco Lamfalussy, en calidad de observador en los comités de Nivel 2 de los sectores bancario y de valores y en calidad de miembro del comité de Nivel 3 del sector bancario. Por último, el Eurosistema ha participado en la continua vigilancia del funcionamiento del marco Lamfalussy<sup>13</sup>.

En diciembre del 2007, el Consejo ECOFIN llevó a cabo el primer examen completo del enfoque Lamfalussy en distintos sectores financieros. Varios comités y foros de la UE, así como el Eurosistema, han participado en esta evaluación. El examen destacó que el marco Lamfalussy ha promovido importantes avances en términos de eficiencia y transparencia de los procesos legislativos de la UE y ha dotado al marco regulador y supervisor de una mayor coherencia. No obstante, los frutos del proceso supervisor cosechados en los distintos Estados miembros necesitan aún mostrar un mayor grado de congruencia. Por tanto, resulta preciso mejorar el funcionamiento del enfoque Lamfalussy mediante (i) la asignación a los supervisores nacionales de un mandato de ámbito europeo; (ii) la reducción de las opciones y discrecionalidades nacionales incluidas en las reglamentaciones de la UE y el logro de una mayor convergencia en los requisitos de información financiera; y (iii) la potenciación del papel de los comités Lamfalussy de Nivel 3 en pos de una convergencia y cooperación en materia de supervisión, así como el reforzamiento de las funciones de los colegios de supervisores en la supervisión de los grupos transfronterizos<sup>14</sup>. Con el fin de plasmar estas prioridades, el Consejo ECOFIN decidirá las medidas prácticas a adoptar en su reunión de junio del 2008.

## GESTIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

Pese a las notables mejoras introducidas en el marco de prevención de crisis financieras transfronterizas, no puede descartarse la aparición de perturbaciones financieras con posibles repercusiones sobre la

...y al marco de la UE para la regulación y la supervisión financieras

El sector privado como primera línea de defensa

- 11 Véase la publicación titulada «European Commission's Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystem contribution to the public consultation» de 1 de agosto de 2005, disponible en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>.
- 12 Por ejemplo, el Eurosistema respondió a las consultas de la Comisión sobre posibles medidas relativas a fondos de inversión y crédito hipotecario.
- 13 Un componente importante de esta contribución, relacionado con el examen del funcionamiento del enfoque Lamfalussy en materia de legislación sobre los mercados de valores, efectuado por la Comisión en el 2005, es el documento titulado «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation» de 17 de febrero de 2005, disponible en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. El Eurosistema también participó en la elaboración del Informe sobre Supervisión Financiera del Comité de Servicios Financieros, finalizado en febrero del 2006 y aprobado por el Consejo ECOFIN en mayo de ese mismo año. En fechas más recientes, el Eurosistema participó en el primer examen completo de la aplicación del enfoque Lamfalussy a distintos sectores financieros. Véase el documento titulado «Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution» de 30 de noviembre de 2007, disponible en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.
- 14 La contribución del Eurosistema al examen del enfoque Lamfalussy, anteriormente mencionada, destacó asimismo estas prioridades. Para una mayor información, véase el artículo titulado «Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2008.

estabilidad financiera transfronteriza. La principal línea de defensa continúa siendo la resolución de los problemas financieros en el seno del sector privado. En el caso de que las soluciones del sector privado se revelasen incapaces de contener la crisis, el sector público podría considerar la adopción de medidas complementarias. Sin embargo, esta posible participación del sector público es de naturaleza discrecional y se basa en el concepto de «ambigüedad constructiva» con el fin de contrarrestar el riesgo moral.

#### Las responsabilidades del Eurosistema ...

La distribución de responsabilidades en la gestión de una crisis entre el Eurosistema, los bancos centrales nacionales, las autoridades supervisoras y los Ministerios de Economía depende de si la crisis es de liquidez o de solvencia.

#### ... durante las crisis de liquidez...

Durante una crisis general de liquidez, el BCE puede contribuir al funcionamiento ordenado del mercado monetario mediante sus operaciones de inyección de liquidez (véase capítulo 3), conforme a los procedimientos operativos establecidos en el ámbito del Eurosistema. Además, los BCN pueden recurrir —temporalmente y a cambio de las adecuadas garantías— a la provisión urgente de liquidez (ELA, en sus siglas en inglés) a entidades de crédito solventes con problemas de liquidez. La posible provisión urgente de liquidez tiene lugar a discreción del BCN competente, sometido a las condiciones establecidas en el Tratado referidas a la prohibición de financiación monetaria, y sólo en circunstancias excepcionales. Los BCN podrán entender justificada esa provisión de liquidez, al objeto sobre todo de evitar o atenuar posibles efectos sistémicos derivados de un contagio a través de otras instituciones financieras o infraestructuras de mercado. En 1999, el Eurosistema estableció procedimientos especiales para el intercambio de información cuando un BCN del Eurosistema suministre liquidez con carácter urgente. El objetivo de estos procedimientos consiste en garantizar que la gestión del impacto de una intervención de este tipo por parte de un BCN —con sus costes y riesgos asociados— es coherente con el mantenimiento de una adecuada orientación de la política monetaria única.

#### ... y las crisis de solvencia

Durante una crisis de solvencia, la principal responsabilidad de la gestión y resolución de la crisis recae en los Ministerios de Economía, quienes deciden sobre la posible prestación de asistencia financiera, y en las autoridades supervisoras, quienes podrían adoptar medidas de supervisión excepcionales para estabilizar una institución en dificultades o bien decidir su cierre.

Con independencia de si la crisis financiera es de liquidez o de solvencia, el Eurosistema podrá secundar las labores de gestión de la crisis mediante la aportación de las experiencias y conocimientos analíticos reunidos durante sus labores de vigilancia de la estabilidad financiera, así como a través de la evaluación de los potenciales canales de propagación de las perturbaciones dentro del sistema financiero y de las posibles consecuencias sobre su estabilidad. Además, si una crisis de liquidez o solvencia afectase a la operativa de las infraestructuras de mercado, el Eurosistema podrá tomar medidas para garantizar que el funcionamiento de esas infraestructuras continúa siendo correcto.

#### Es fundamental una eficaz interacción entre las autoridades

Ante la necesidad de adoptar medidas muy oportunas y bien dirigidas durante una crisis financiera, la interacción fluida y eficaz entre todas las autoridades competentes —bancos centrales, autoridades supervisoras y Ministerios de Economía— resulta determinante, lo que constituye un notable desafío en el contexto de la UE dado el gran número de autoridades implicadas. Además, pese a que una clara definición de las responsabilidades y una estructura que facilite la cooperación y el intercambio de información son requisitos necesarios, no cabe elaborar una guía universal para la gestión de crisis, puesto que cada crisis financiera es única. La flexibilidad y la discrecionalidad resultan también esenciales para protegerse del riesgo moral.

#### El marco de gestión de crisis de la UE ha mejorado ...

Con todo, se ha avanzado mucho durante la última década en la potenciación de los mecanismos de la UE para la gestión de crisis. A este respecto, el Eurosistema ha participado activamente en tres áreas de

actuación principales relativas a: (i) la clarificación del marco legislativo para la gestión de crisis, a saber, la Directiva sobre requerimientos de capital (CRD, en sus siglas en inglés) del 2006 y la Directiva sobre conglomerados financieros del 2002; (ii) el desarrollo y el perfeccionamiento continuo de los mecanismos de cooperación voluntaria entre las autoridades en forma de Convenios de Cooperación (*Memoranda of Understanding*, MoU, en sus siglas en inglés) en el ámbito de la UE; y (iii) los ejercicios de simulación de crisis a escala de la UE y del Eurosistema con el fin de reforzar los mecanismos legislativos e informales existentes y de mejorar el nivel general de respuesta a las crisis<sup>15</sup>.

Un hito importante en el proceso de mejora continua de los mecanismos de la UE para la gestión de crisis tuvo lugar en octubre del 2007, al adoptar el Consejo ECOFIN una hoja de ruta estratégica relativa a los mecanismos de estabilidad financiera de la UE<sup>16</sup>. Los principales elementos de esta hoja de ruta son (i) la aprobación de un conjunto de principios comunes para la gestión de crisis transfronterizas, así como un marco analítico común para la evaluación de crisis financieras desarrollado por el BSC y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés); este punto se ha articulado formalmente mediante la firma, en abril del 2008, de un nuevo Convenio de Cooperación por parte de los ministros de Economía de la UE, los gobernadores de bancos centrales y los supervisores bancarios; (ii) la potenciación adicional de este marco a través de mecanismos concretos de cooperación entre las autoridades implicadas con respecto a las instituciones transfronterizas; (iii) una invitación a la Comisión para que evalúe, en estrecha cooperación con los Estados miembros, la posible necesidad de introducir clarificaciones adicionales dentro de la CRD sobre los mecanismos de interacción entre los países de origen y de acogida en el marco de la gestión de crisis y para que, a finales del 2008, remita propuestas en esta materia; y (iv) una petición a la Comisión para que evalúe posibles mejoras de la regulación relativas a la transferencia de activos en el seno de grupos bancarios, la Directiva sobre liquidación de la UE y la función de los sistemas de garantía de depósitos y de las ayudas públicas durante las crisis.

## LOGROS Y RETOS FUTUROS

Durante los diez últimos años se han adoptado un gran número de medidas encaminadas a fortalecer los mecanismos de estabilidad financiera en la zona del euro y en la UE, habiendo desempeñado el Eurosistema un destacado papel en ese proceso. En primer lugar, ha llevado a cabo diversas actuaciones de promoción y salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero en el ámbito de la zona del euro, sobre todo centradas en la vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera y en la operativa del mercado, con el fin de atajar las perturbaciones financieras de carácter general y aliviar las tensiones existentes en el mercado monetario de la zona del euro. En segundo lugar, el Eurosistema ha secundado las políticas de las autoridades nacionales y de la UE relativas a la vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera, a la regulación y la supervisión financieras y a la gestión de crisis. Pese a los notables logros alcanzados, el marco de estabilidad financiera de la UE se encuentra aún en fase de evolución y exige mejoras adicionales para adaptarse al ritmo de los procesos de integración e innovación financieras.

Primero, en el ámbito de la vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera, es importante mejorar nuestro conocimiento de un sistema financiero complejo y en rápido proceso de cambio, así como participar activamente en el desarrollo de enfoques cuantitativos perfeccionados. Éstos incluirán el

15 El artículo titulado «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», publicado en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2007, presenta una visión general de estas tres líneas de trabajo.

16 Esta hoja de ruta se basó en las recomendaciones del grupo de trabajo ad hoc del CEF sobre los mecanismos de estabilidad financiera de la UE —integrado por representantes de alto nivel de los Ministerios de Economía, los BCN, las autoridades supervisoras, el BCE y la Comisión—, que se creó en septiembre del 2006 con el fin de considerar la posibilidad de una clarificación y mejora de los vigentes mecanismos de resolución de crisis financieras transfronterizas en la UE, con especial atención a las conclusiones extraídas del ejercicio de simulación de crisis en el conjunto de la UE organizado en abril del 2006. Para una información más detallada sobre la hoja de ruta del Consejo ECOFIN y sus respectivas medidas de seguimiento, véase el artículo titulado «Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2008.

... y existen nuevas  
iniciativas en marcha

Importantes logros  
del Eurosistema

Cuatro principales retos  
de cara al futuro

**Cuadro I Principales contribuciones del Eurosistema en materia de estabilidad financiera**

Área	Ámbito	Principales actividades del Eurosistema
<b>Vigilancia y evaluación de la estabilidad financiera</b>		
Evaluación del sistema financiero de la zona del euro	Zona del euro	Publicación semestral del informe del BCE titulado <i>Financial Stability Review</i>
Análisis macroprudencial del sector bancario de la UE	UE	Publicación anual del informe del BCE titulado « <i>EU banking sector stability</i> »
Análisis estructural del sector bancario de la UE	UE	Publicación anual del informe del BCE titulado « <i>EU banking structures</i> »
Vigilancia de la estabilidad financiera de la UE	UE	Contribución a los debates del CEF/FST y ECOFIN
Pruebas de estrés a escala macroeconómica	UE/zona del euro	Contribución al desarrollo de pruebas de estrés a escala macroeconómica en toda la zona
<b>Regulación y supervisión financieras</b>		
Estrategia global de la UE en relación con los servicios financieros	UE	Contribución al debate público (por ejemplo, en relación con la estrategia de política sobre servicios financieros para el período 2005-2010)
Iniciativas específicas en materia legislativa	UE	Dictámenes formales del BCE y datos técnicos (a través de los comités de Nivel 2 de los sectores bancario y de valores dentro del marco Lamfalussy)
Aplicación coherente de las reglamentaciones de la UE	UE	Contribución al desarrollo de criterios y prácticas de supervisión comunes en el sector bancario (a través del comité de Nivel 3 del marco Lamfalussy, el CEBS)
Mejora del marco de supervisión de la UE	UE	Contribución al debate público (por ejemplo, revisión en el 2007 del marco Lamfalussy)
<b>Gestión de crisis financieras</b>		
Mejora del marco legislativo de la UE	UE	Dictámenes formales del BCE y datos técnicos (a través de los comités de Nivel 2 del marco Lamfalussy)
Provisión urgente de liquidez (ELA)	Zona del euro	Evaluación por parte del Eurosistema de la compatibilidad de las operaciones de ELA que van a realizar los BCN con la orientación actual de la política monetaria
Evaluación sistémica de una crisis financiera	UE	Marco analítico común desarrollado por el BSC y el CEBS
Cooperación entre los bancos centrales, los Ministerios de Economía y las autoridades supervisoras de la UE	UE	Contribución al desarrollo de Convenios de Cooperación firmados en el 2003, 2005 y 2008 Participación activa en el desarrollo de una estrategia global para mejorar los mecanismos de estabilidad financiera de la UE (por ejemplo, con respecto a la hoja de ruta del ECOFIN adoptada en el 2007) Participación en el diseño y la realización de ejercicios de simulación de crisis en la UE
Preparación del Eurosistema para responder ante crisis financieras	Zona del euro	Ejercicios de simulación de crisis financieras del Eurosistema

diseño de indicadores orientados a un análisis más exhaustivo de las interrelaciones entre los distintos sectores económicos y financieros, además de avances adicionales en las pruebas de estrés a escala macroeconómica.

Segundo, el Eurosistema deberá continuar brindando un asesoramiento activo de alta calidad sobre el desarrollo en curso de los mecanismos de regulación y supervisión financieras de la UE. Un aspecto clave consistirá en garantizar el funcionamiento eficiente y eficaz del marco Lamfalussy, tanto para explotar todo el potencial del marco regulador de la UE mejorado a raíz del PASF, como para garantizar que los mecanismos de supervisión de la UE se adaptan al ritmo que marca la operativa de los grupos financieros con notable actividad transfronteriza, de creciente importancia en el Mercado Único, y a los requisitos de eficiencia y coherencia en las interacciones entre las autoridades supervisoras.

Tercero, debe mantenerse la velocidad del proceso de mejora de los mecanismos de gestión de crisis de la UE. El Convenio de Cooperación firmado en el 2008 por los Ministerios de Economía, los bancos

centrales y las autoridades supervisoras de los Estados miembros de la UE constituye un importante logro a este respecto. La eficaz aplicación y verificación de este acuerdo con el fin de dotarlo de la máxima operatividad posible exigirá esfuerzos. Por su parte, el Eurosistema continuará contrastando y, si es preciso, perfeccionando sus propios mecanismos de gestión de crisis financieras.

Por último, el Eurosistema deberá contribuir a reforzar la cooperación entre los bancos centrales y las autoridades supervisoras de la UE, en relación sobre todo con los principales grupos financieros transfronterizos. Resulta necesario potenciar el intercambio de información sobre hechos relevantes acerca de las actividades y del perfil de riesgo de tales grupos, tanto de manera continua, como durante la gestión de situaciones de tensión.

### 7.3 VIGILANCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Las infraestructuras del mercado financiero facilitan el flujo de fondos, valores y otros instrumentos financieros entre los agentes económicos, constituyendo así un elemento clave del sistema financiero en su conjunto. Las infraestructuras de mercado engloban los distintos sistemas de negociación, compensación y liquidación de pagos y valores, el conjunto de mecanismos, instituciones, reglas y procedimientos por los que se rigen, así como los instrumentos de pago que procesan. Las infraestructuras de pagos y valores suelen describirse como el «sistema vascular» del sistema financiero, dada la amplitud de sus funciones y de su entramado. Los principales agentes con intereses en las infraestructuras de mercado son los gestores de los sistemas, los participantes (instituciones financieras), los proveedores de servicios, los bancos centrales, los organismos reguladores y, en última instancia, todos los agentes económicos en tanto que usuarios finales de los servicios de pago y liquidación.

En paralelo a la progresiva complejidad de las infraestructuras del mercado financiero, así como al rápido crecimiento del número y del importe de las transacciones financieras que aquéllas canalizan, los bancos centrales vienen reconociendo hace tiempo la importancia de un buen funcionamiento de esas infraestructuras para el mantenimiento de la estabilidad financiera. Obviamente, la responsabilidad principal de garantizar un funcionamiento fiable de las infraestructuras de mercado y de ofrecer unos servicios de pago y liquidación seguros y eficientes recae sobre los propietarios y los gestores de los sistemas. No obstante, la vigilancia de las infraestructuras de mercado ha pasado a ser una de las funciones básicas del Eurosistema –como del resto de bancos centrales en general–, dadas sus responsabilidades en materia de política monetaria y estabilidad financiera, su papel de proveedor de cuentas de liquidación utilizadas por los participantes en los sistemas de pago y su interés en la preservación de la confianza del público en los instrumentos de pago utilizados. El objetivo último de la política de vigilancia consiste en promover el buen funcionamiento de las infraestructuras del mercado financiero a fin de evitar la propagación hacia el sistema financiero y la economía en su conjunto de las perturbaciones en esas infraestructuras. Las principales labores de vigilancia incluyen el desarrollo de criterios de vigilancia, el seguimiento continuo del funcionamiento de las infraestructuras de mercado y la evaluación periódica del cumplimiento de los criterios sobre la base de una metodología definida.

### FUNCIONES DEL BCE Y DEL EUROSISTEMA

El Tratado y los Estatutos reconocen la vigilancia como una de las funciones básicas del Eurosistema. El apartado 2 del artículo 105 del Tratado y el artículo 3 de los Estatutos establecen que «Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán [...] promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.» Además, el artículo 22 de los Estatutos establece que «El BCE y los bancos centrales nacionales podrán proporcionar medios y el BCE dictar reglamentos, destinados a garantizar unos

Las infraestructuras  
del mercado financiero  
y su vigilancia

La vigilancia como función  
básica del banco central:  
papel y ámbito  
de actuación

sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la Comunidad, así como con otros países».

La función de vigilancia del Eurosistema abarca los sistemas de pago y de liquidación —tanto de pequeños como de grandes pagos— que procesan operaciones en euros. A fin de garantizar la igualdad de condiciones, los sistemas gestionados por el Eurosistema (por ejemplo, TARGET2) se encuentran sometidos a los mismos criterios mínimos que los sistemas de pago privados.

Dada su trascendencia para la estabilidad financiera, la función de vigilancia inicialmente se centró en los sistemas de grandes pagos en euros. Sin embargo, las autoridades responsables de la vigilancia han extendido gradualmente sus actividades para cubrir los sistemas de pequeños pagos, los instrumentos de pago y los proveedores externos de servicios.

#### **SISTEMAS E INSTRUMENTOS DE PAGO Y PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFRAESTRUCTURA**

Con arreglo al marco de vigilancia común, los BCN son los responsables de la aplicación de la política de vigilancia del BCE a los sistemas de pago constituidos legalmente en sus jurisdicciones. Además, el Consejo de Gobierno podrá decidir la asignación al BCE de las responsabilidades de vigilancia de los sistemas con características especiales.

#### **El BCE, supervisor principal**

En este contexto, el BCE ha sido el responsable de la vigilancia del Mecanismo de Pagos del BCE (EPM, en sus siglas en inglés) en tanto que componente de TARGET gestionado por el BCE<sup>17</sup>. La estructura integrada de TARGET2 como nueva plataforma, que ha venido sustituyendo gradualmente a TARGET durante el periodo 2007-2008, ha obligado a modificar la estructura de su marco de vigilancia. El Consejo de Gobierno es el responsable último de la vigilancia del sistema, asistido por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación. El BCE, en el marco de su función de vigilancia, dirige y coordina todas las actividades de vigilancia de TARGET2, en estrecha cooperación con los bancos centrales nacionales de la zona del euro.

Además, el BCE realiza labores de vigilancia de los tres sistemas gestionados por la EBA Clearing Company de la Asociación Europea de Banca (EBA CLEARING): EURO1 para grandes pagos, STEP1 para pequeños pagos individuales y STEP2, una nueva plataforma que ofrece servicios de procesamiento por ciclos de pequeños pagos transfronterizos.

#### **Vigilancia cooperativa del sistema CLS**

Existen sistemas de pago que procesan transacciones denominadas en euros radicados fuera de la zona del euro (denominados sistemas extraterritoriales). El más importante de ellos es el sistema CLS, en el que el BCE —en aplicación de las reglas de vigilancia cooperativa<sup>18</sup> y en estrecha cooperación con la Reserva Federal, en tanto que supervisor principal— desempeña una función de vigilancia respecto de las liquidaciones en euros.

#### **Sistemas de pequeños pagos e instrumentos de pago**

Conforme al marco de vigilancia común del Eurosistema, la vigilancia de los sistemas de pequeños pagos se lleva a cabo básicamente en el ámbito de los BCN. Con todo, y a fin de disponer de un enfoque armonizado, el Eurosistema definió su política de vigilancia de los sistemas de pequeños pagos, llevando a cabo en el 2005 una evaluación detallada de la vigilancia de esos sistemas.

17 De conformidad con los principios establecidos en el ámbito del Eurosistema, el BCE ha creado estructuras organizativas separadas para la función operativa y la función de vigilancia con el fin de evitar cualquier posible conflicto de intereses.

18 Establecidas en el informe titulado «Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries» de 1990 (el denominado Informe Lamfalussy) y actualizadas en el informe del CPSS titulado «Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems» (mayo del 2005).

Con respecto a la vigilancia de los instrumentos de pago, el Eurosistema estableció en el 2007 un marco de vigilancia de los esquemas de pago con tarjeta que procesan pagos en euros. Tras una consulta a los participantes en el mercado, el marco se hizo público en enero del 2008.

La operativa de las infraestructuras del mercado financiero descansa en una serie de proveedores externos de servicios. Entre ellos, SWIFT, el proveedor a escala mundial de servicios de mensajería financiera segura para el sector financiero, es —con diferencia— el agente más importante y, aunque no constituye en sí mismo un sistema de pagos, exige una especial atención por parte de las autoridades responsables de la vigilancia. Con arreglo al acuerdo de los bancos centrales del G-10, SWIFT ha estado sometido a vigilancia cooperativa desde finales de 1997, con el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique como supervisor principal. En el contexto de su participación en el marco cooperativo de SWIFT, el BCE ha contribuido a desarrollar un conjunto de criterios de vigilancia de alto nivel adaptado a la evaluación de SWIFT. Esta iniciativa culminó en junio del 2007 y se integró en el marco de vigilancia en función del riesgo aplicado a SWIFT.

Marco de vigilancia en función del riesgo del sistema SWIFT

## SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los sistemas de liquidación de valores (SLV) y los sistemas de compensación mediante entidades de contrapartida central (CCP, en sus siglas en inglés) se encuentran estrechamente imbricados con los sistemas de pago<sup>19</sup>, por lo que la seguridad de su funcionamiento presenta evidentes implicaciones para la estabilidad financiera. Además, los SLV están interrelacionados con la política monetaria a través de su función de provisión de servicios de liquidación de las garantías admitidas en las operaciones de crédito del Eurosistema. Por este motivo, y aunque el Eurosistema no ha aplicado un marco de vigilancia común a los SLV, los bancos centrales se encuentran muy interesados en el buen funcionamiento de los SLV de la zona del euro.

Gran interés en la liquidación de valores

En 1998, el Eurosistema adoptó, como usuario, un conjunto de estándares destinados a evaluar la idoneidad de los SLV para ofrecer servicios de liquidación en sus operaciones de crédito. Con el fin de garantizar el mismo nivel de seguridad de las operaciones de crédito en toda la zona del euro, se llevan a cabo evaluaciones periódicas del cumplimiento de los estándares por parte de los SLV, incluidos los enlaces entre estos sistemas. El resultado positivo de estas evaluaciones es condición previa para que los SLV y los enlaces sean admitidos para la liquidación de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema.

Evaluaciones desde la perspectiva del usuario

## COOPERACIÓN CON OTRAS AUTORIDADES

Como contribución al cumplimiento de sus objetivos de vigilancia, el Eurosistema ha forjado y mantenido relaciones con otras autoridades responsables en materia de infraestructuras de mercado.

Marcos de cooperación

A estos efectos, el marco de cooperación dentro de la UE entre los bancos centrales con funciones de vigilancia y los supervisores bancarios se plasma en Convenios de Cooperación que establecen los mecanismos de cooperación e intercambio de información en tres entornos diferentes: (i) la creación de un sistema de pago y las solicitudes de acceso a dicho sistema; (ii) la operativa habitual; y (iii) las situaciones de crisis.

Además, el SEBC y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CREV) establecieron en el 2001 un marco de cooperación en materia de sistemas de compensación y liquidación de valores. Un grupo de

<sup>19</sup> La liquidación de las operaciones con valores se canaliza por dos vías, la del efectivo y la de los valores. En las operaciones con valores, la liquidación del efectivo se realiza mayoritariamente en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de los bancos centrales, en paralelo a la liquidación de los valores en un depositario central de valores, con arreglo al método de entrega contra pago.

trabajo conjunto SEBC-CREV inició la labor de adaptar al marco de la UE las Recomendaciones del CPSS-IOSCO para los sistemas de liquidación de valores y las entidades de contrapartida central<sup>20</sup>. Aunque este grupo de trabajo conjunto SEBC-CREV ha realizado notables progresos en el mencionado ámbito, restan aún algunos aspectos por perfilar antes de que puedan quedar ultimados los criterios de vigilancia aplicables a los sistemas de liquidación de valores y las entidades de contrapartida central dentro de la UE.

## CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA Y PRINCIPALES ACTIVIDADES

Las políticas y los objetivos de vigilancia del Eurosistema se han plasmado en una serie de publicaciones, criterios de alto nivel y comunicados oficiales sobre temas concretos aprobados por el Consejo de Gobierno. En el marco de la función de vigilancia se llevan a cabo evaluaciones periódicas del cumpli-

20 CPSS, en sus siglas en inglés, corresponde al Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del G-10. IOSCO, en sus siglas en inglés, es la Organización Internacional de Comisiones de Valores. Los informes sobre Recomendaciones relativas a los sistemas de liquidación de valores y a las entidades de contrapartida central se encuentran disponibles en la dirección del BPI en Internet.

### Cuadro 2 Principales logros de la función de vigilancia del BCE/Eurosistema

#### Cronología de medidas de política

En agosto de 1998, el BCE publicó el informe sobre dinero electrónico titulado «Report on electronic money», basado en el análisis llevado a cabo bajo los auspicios del IME. En el informe se analizan las razones por las que debe regularse la emisión de dinero electrónico y se establecen los requisitos mínimos que han de cumplir los emisores de dinero electrónico así como los objetivos deseables.

En noviembre de 1998, el Eurosistema expuso sus principios en relación con el desarrollo de infraestructuras de compensación y liquidación de pagos y valores para la prestación de servicios en el caso de operaciones denominadas en euros desde fuera de la zona del euro.

En su comunicado de junio del 2000, el Consejo de Gobierno del BCE aclaró el papel del Eurosistema en el ámbito de la vigilancia de los sistemas de pago y explicó sus objetivos y principios<sup>1</sup>.

En febrero del 2001, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes<sup>2</sup> (Principios Básicos), que son el conjunto de criterios mínimos que utiliza el Eurosistema en su política de vigilancia común aplicada a los sistemas de pago. Estos principios orientan sobre el diseño y la operativa de los sistemas de pago respectivos mediante la definición de las características generales básicas que deben reunir estas infraestructuras, entre las que se incluyen una base jurídica sólida, una gestión adecuada de los riesgos financieros, seguridad y fiabilidad operativa, eficiencia y mecanismos de gobierno. Los Principios Básicos son aplicables a los sistemas de pago sistémicamente importantes<sup>3</sup> de todas clases.

En septiembre del 2001, el BCE publicó un documento titulado «The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing», en el que se presenta la orientación de la política ante las posibles implicaciones de la consolidación en la compensación mediante entidades de contrapartida central.

En mayo del 2003 se publicó el informe titulado «Electronic money system security objectives» (EMSSO), en el que se presentan las expectativas del Eurosistema en relación con la seguridad técnica de los sistemas de dinero electrónico. El informe contiene una descripción general de dichos sistemas, un análisis exhaustivo de sus riesgos y amenazas y una lista de los objetivos que deben cumplir en materia de seguridad para hacer frente satisfactoriamente a los riesgos y amenazas identificados.

En junio del 2003 se aprobó un marco de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos que operan en euros. El objetivo de este marco es garantizar que los sistemas de pequeños pagos no puedan convertirse en vectores de riesgos sistémicos o de un funcionamiento defectuoso de la economía en la zona del euro. El marco contenía los criterios para clasificar los sistemas de pequeños pagos en función de su importancia sistémica.

En mayo del 2006 se publicó el informe sobre los criterios de vigilancia para la continuidad operativa de los sistemas de pago sistémicamente importantes, titulado «Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems» (BCOE para SIPS). En respuesta a los nuevos tipos de amenazas que han surgido en los últimos años, el objetivo básico del informe era establecer un marco de vigilancia ar-

1 «Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight», publicado en la dirección del BCE en Internet.

2 Informe del CPSS titulado «Core Principles for Systemically Important Payment Systems», publicado en la dirección del BPI en Internet.

3 Se considera que un sistema de pago es sistémicamente importante si un fallo en el mismo podría provocar o transmitir nuevos fallos en todo el sistema financiero. El Eurosistema considera que cualquier sistema de grandes pagos que opere en euros tiene importancia sistémica.

**Cuadro 2 Principales logros de la función de vigilancia del BCE/Eurosistema (continuación)**

monizado relativo a la continuidad operativa en la zona del euro. El BCOE para SIPS proporciona orientación a los operadores de SIPS para conseguir grados de resistencia que sean suficientes y coherentes, centrándose en la estrategia, la planificación y la realización de pruebas en relación con la continuidad operativa, así como en la gestión de crisis.

En julio del 2007, el BCE publicó el documento titulado «Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», en el que se recogen unos principios aplicables a cualquier infraestructura de pago existente o potencial que esté ubicada fuera de la zona del euro y que liquide operaciones en euros. Estos principios también especifican la posición del Eurosistema en este ámbito, que está encaminada a conservar, en cualquier circunstancia, el control último de su moneda.

En enero del 2008, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el informe titulado «Oversight framework for card payment schemes – Standards», en el que se establecen los criterios de vigilancia comunes en relación con los esquemas de pago con tarjeta que operan en la zona del euro. El objetivo de estos criterios es garantizar la seguridad y la eficiencia de dichos esquemas.

**Evaluación de las infraestructuras básicas de pagos**

En el 2001, a solicitud del BCE, el FMI preparó Informes sobre la observancia de los códigos y normas (IOCN) para la zona del euro en el contexto de su Programa de evaluación del sector financiero (PESF). En el ámbito de los sistemas de pago, la evaluación abarcó los sistemas TARGET y EURO<sup>4</sup>.

Antes de la puesta en marcha del sistema CLS en el 2002, el BCE, junto con otros bancos centrales cuyas monedas eran susceptibles de liquidarse mediante dicho sistema, llevaron a cabo una evaluación conjunta de los riesgos que éste entrañaba. Ante los positivos resultados obtenidos, el BCE aprobó la inclusión del euro en el sistema CLS.

Durante el 2003 se evaluaron 19 sistemas de grandes pagos en euros, incluidos todos los componentes de TARGET, para determinar su nivel de cumplimiento con los Principios Básicos. Los resultados de esta evaluación se publicaron en la dirección del BCE en Internet en el 2004<sup>5</sup>.

A principios del 2005, los responsables de la vigilancia de TARGET evaluaron la vigilancia de SORBNET-EURO, el sistema de liquidación bruta en tiempo real de pagos en euros del Narodowy Bank Polski, dada su intención de conectarse a TARGET a través del sistema BIREL gestionado por la Banca d'Italia.

En agosto del 2005 se publicó en la dirección del BCE en Internet el resultado de una evaluación detallada desde el punto de vista de la vigilancia de 15 sistemas de pequeños pagos en euros para determinar su nivel de cumplimiento con los Principios Básicos aplicables.

En el 2006 se realizó una evaluación exhaustiva desde el punto de vista de la vigilancia del impacto de conectar a TARGET el sistema de liquidación bruta en tiempo real de pagos en euros del Eesti Pank a través de BIREL.

Antes de entrar en funcionamiento en noviembre del 2007, el diseño de TARGET2 fue sometido a una exhaustiva evaluación desde el punto de vista de la vigilancia para determinar su nivel de cumplimiento con los Principios Básicos. Está previsto que la versión final del detallado informe elaborado en relación con esta evaluación se publique en el transcurso del 2009.

**Otras actividades principales**

En colaboración con los BCN, el BCE elabora y publica periódicamente una descripción completa de los distintos sistemas de pago y de liquidación de valores de los Estados miembros de la UE, que se incluye en el informe «Payment systems in the European Union» (conocido como el «Blue Book»), junto con el apéndice del «Blue Book», que contiene estadísticas detalladas sobre los sistemas. La última edición de este informe (la cuarta) se publicó en el 2007.

La función de vigilancia ha seguido de cerca de los cambios que se están produciendo en el negocio bancario. De forma periódica se realizan encuestas (la última en el 2005) entre una muestra de entidades de crédito para evaluar las características de esta área específica de los mecanismos de pago desde el punto de vista del riesgo sistémico. Dado el carácter confidencial de los datos facilitados por las entidades, únicamente los encuestados pueden tener acceso a los resultados de las encuestas.

En el 2007 se renovó la metodología de evaluación que se venía utilizando y se desarrolló una metodología común para la vigilancia de los sistemas de pago en euros sistémica y significativamente importantes. Tras una consulta pública realizada en el segundo semestre del año, en noviembre del 2007 se publicó la versión final de la nueva metodología en la dirección del BCE en Internet.

4 Publicados en octubre del 2001 en la dirección del FMI en Internet.

5 Véase el informe titulado «Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles».

miento por parte de las infraestructuras de mercado de los criterios que les son aplicables. Los avances efectuados en materia de política, así como las principales actividades realizadas durante la última década en este terreno, se presentan por orden cronológico en el cuadro 2.

### LOGROS Y RETOS FUTUROS

La función de vigilancia de los bancos centrales se lleva a cabo en un entorno dinámico. Los cambios acaecidos en los mercados financieros europeos y mundiales, en los marcos jurídicos y en las propias infraestructuras individuales del mercado, así como las interrelaciones entre ellos, deben tener reflejo en las políticas y en las actividades de vigilancia de los bancos centrales. Los diez últimos años han mostrado que la función de vigilancia del BCE, en estrecha cooperación no sólo con los bancos centrales nacionales del Eurosistema y del SEBC, sino también a escala internacional, ha sido capaz de hacer frente a esos desafíos. Las políticas y los criterios de vigilancia han contribuido a crear sistemas de pago y de liquidación sólidos y eficientes. La estrecha interacción entre las autoridades responsables de la vigilancia y los principales gestores y participantes en los sistemas ha contribuido notablemente a la aceptación por parte de los agentes del mercado de las políticas y de los criterios de vigilancia del Eurosistema y a su correcta aplicación en las entidades objeto de vigilancia.

En materia de futuros desarrollos, y al margen de su continua vigilancia de las infraestructuras de mercado para operaciones en euros, las autoridades del BCE y del Eurosistema responsables de la vigilancia prevén centrar su atención, entre otros ámbitos, en (i) una futura mejora de la transparencia en materia de objetivos y actividades de vigilancia mediante la actualización del comunicado del Eurosistema sobre vigilancia hecho público en junio del 2000 y la publicación periódica de un informe de vigilancia, (ii) un empuje adicional a las labores del grupo de trabajo conjunto SEBC-CREV, (iii) la participación en las consultas entre los miembros de los grupos de vigilancia cooperativa de CLS y SWIFT, (iv) los trabajos conjuntos con otros bancos centrales de la UE en el campo de la continuidad operativa, y (v) el desarrollo de un marco de vigilancia en función del riesgo. Dada la progresiva integración de los mercados financieros y de las infraestructuras de mercado, especialmente en la zona del euro, pero también a escala mundial, el BCE seguirá concediendo una gran importancia a la estrecha cooperación entre las autoridades responsables de la vigilancia dentro del Eurosistema y del SEBC, así como entre los responsables de la vigilancia y otras autoridades públicas relevantes, como los supervisores bancarios y los reguladores de valores.

## DATOS BÁSICOS DE LA ZONA DEL EURO \*

				
Población (millones)	319	495	302	128
PIB (PPA, billones de euros)	8,9	12,6	12,0	3,7
PIB per cápita (PPA, miles de euros)	27,8	25,4	39,6	29,0
Participación en el PIB mundial (PPA, %)	16,1	22,7	21,3	6,6
Exportaciones (bienes y servicios, % del PIB)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	21,7	21,2	18,7	23,3
Ahorro bruto (% del PIB)	22,5	20,8	13,4	29,6

\* 2007 \*\* El dato correspondiente a la zona del euro no incluye Chipre ni Malta.  
Fuentes: BCE, Eurostat, datos nacionales y cálculos del FMI y del BCE, para la zona del euro y la UE; datos nacionales y FMI, para Estados Unidos y Japón.





## 8 ESTADÍSTICAS

*Unas estadísticas de alta calidad son un ingrediente clave para el análisis de las políticas económicas, la labor de investigación y el proceso de toma de decisiones del BCE. Muchas de las funciones de la institución, como se describe en los capítulos anteriores, no podrían desempeñarse adecuadamente de no contar con información estadística puntual, fiable y coherente. Además, las estadísticas del BCE son de utilidad para otros usuarios, como los analistas del mercado financiero, el mundo académico y el público en general. Las estadísticas que proporciona el BCE ayudan a entender las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y pueden ayudar al público a tomar las decisiones apropiadas en materia de inversiones y préstamos.*

*El BCE necesita un conjunto de estadísticas monetarias, financieras y económicas de alta calidad (incluida una medida agregada exacta de la evolución de los precios) para poder cumplir su función fundamental de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Una panorámica exacta de la situación económica actual y de la estructura de la economía de la zona del euro es una condición necesaria para realizar buenos análisis y formular bien las políticas. Al principio, las estadísticas que abarcaban a toda la zona del euro eran escasas. En los diez últimos años, se han desplegado esfuerzos significativos para desarrollar nuevas estadísticas y mejorar las ya existentes (en lo que se refiere a la armonización de conceptos, frecuencia y puntualidad necesaria).*

*La labor estadística en Europa se ha visto favorecida por la estrecha cooperación entre el BCE y Eurostat. El BCE es responsable de las estadísticas monetarias y financieras, mientras que Eurostat se ocupa de las estadísticas económicas generales. Estas últimas incluyen el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que representa la referencia del BCE para la estabilidad de precios. La responsabilidad de las estadísticas del sector exterior (balanza de pagos y posición de inversión internacional) y de las cuentas de la zona del euro se comparte con Eurostat<sup>1</sup>.*

*Las estadísticas europeas, es decir, tanto las elaboradas por el SEBC como las que producen Eurostat y los institutos nacionales de estadística han mejorado notablemente en los diez últimos años, tanto en disponibilidad como en calidad. La amplia gama de estadísticas de que dispone actualmente el BCE también se ha integrado en un marco único que ofrece una panorámica coherente de las interrelaciones que existen entre las operaciones y las posiciones de los diversos agentes clasificados en función del papel que desempeñan en la economía (por ejemplo, los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras, las Administraciones Públicas). Estas cuentas de la zona del euro ofrecen una panorámica trimestral completa de la evolución económica y financiera en la zona del euro.*

*En la sección 8.1 se presenta cómo ha desarrollado el BCE un conjunto de estadísticas monetarias, financieras y de las cuentas externas, fiables y puntuales, para la zona del euro, a fin de facilitar las labores de análisis, investigación, decisión y comunicación que realiza la propia institución. En la sección 8.2 se pasa revista a las estadísticas económicas elaboradas por Eurostat. La sección 8.3 se centra en las normas de calidad que aplica el BCE a la hora de elaborar sus estadísticas. En la sección 8.4 se analizan los retos pendientes de cara al futuro.*

### 8.1 ESTADÍSTICAS DEL BCE

Elaborar estadísticas de la zona del euro a mediados de la década de los noventa era todo un reto, ya que los datos disponibles en aquellos momentos presentaban importantes carencias y no estaban completos<sup>2</sup>. Incluso los conceptos, las definiciones y las clasificaciones en que se basaban las estadísticas distaban mucho de estar armonizados.

1 Para más información sobre la división exacta del trabajo en materia de estadísticas a nivel europeo véase el «Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)» ([http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_mou\\_with\\_eurostat1.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf))

2 Para más información sobre el desarrollo de las estadísticas de la zona del euro, véase «The development of statistics for Economic and Monetary Union», de Peter Bull (2004). (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>)

**En los diez últimos años se ha progresado significativamente en la disponibilidad de las estadísticas en la zona del euro**

**Estrecha cooperación entre el BCE y Eurostat**

**Muchas imperfecciones y falta de armonización al principio**

Las estadísticas monetarias, financieras y de balanza de pagos han mejorado constantemente

El conjunto inicial de estadísticas de la zona del euro de que disponía el BCE en 1999 comprendía sólo los datos más básicos: balances armonizados de las instituciones financieras monetarias (IFM), a partir de los cuales se podían calcular los agregados monetarios y las principales contrapartidas del dinero (incluidos los préstamos de las IFM), una gama limitada, no armonizada, de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, alguna información sobre los mercados financieros procedente de fuentes comerciales y las principales partidas de la balanza de pagos (b.o.p.), ya que no existía una desagregación geográfica de las contrapartes representadas por los países. Los únicos datos adicionales disponibles eran las estadísticas anuales de las finanzas públicas y algunos datos anuales, de carácter limitado, sobre ahorro, inversión y financiación en la recién creada zona del euro. En la mayoría de los casos, las series temporales abarcaban períodos muy cortos.

En noviembre de 1999, se añadieron las estadísticas sobre los valores emitidos por los gobiernos de la zona del euro, las sociedades no financieras y las instituciones financieras. A partir de comienzos del 2003, las estadísticas del balance de las IFM incluyeron desagregaciones más detalladas de los instrumentos, los vencimientos y los sectores de contrapartida. Al mismo tiempo, se introdujeron las estadísticas armonizadas sobre tipos de interés aplicados por las IFM, que incluían un desglose de los depósitos y los préstamos tanto por vencimiento como por finalidad. En un futuro próximo, se armonizarán las estadísticas sobre fondos de inversión, que abarcarán a toda la zona del euro y servirán mejor a las necesidades de los usuarios. El BCE asumió la responsabilidad, que antes tenía Eurostat, de publicar las curvas de rendimientos diarias de la deuda de la Administración central de la zona del euro.

Por lo que respecta a las estadísticas del sector exterior, el BCE ha mejorado gradualmente los datos de la balanza de pagos de la zona del euro presentando más desgloses, mostrando por separado los ingresos y los pagos y ofreciendo una desagregación geográfica de las principales contrapartes (por ejemplo, Estados Unidos, Reino Unido, países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, Japón, China). El BCE también publica ahora estadísticas trimestrales de la posición de inversión internacional (p.i.i.), que puede considerarse como el balance financiero de la zona del euro en su conjunto, así como un detalle de las variaciones de dicha posición (además de las transacciones de la balanza de pagos que se refieren, principalmente, a los cambios de valoración de los activos financieros y los pasivos, como consecuencia de la evolución de los precios y de los tipos de cambio). Asimismo, se publican estadísticas del tipo de cambio efectivo nominal y real y del papel internacional del euro, que, recientemente, se han complementado con indicadores nacionales de competitividad armonizados, basados en los índices de precios de consumo.

También se elaboran muchas estadísticas e indicadores estadísticos para evaluar la evolución de los mercados financieros, la integración financiera en Europa, la estabilidad financiera en general y dentro del sector bancario de la UE y la evolución de los pagos, las infraestructuras de pagos y los sistemas de negociación, compensación y liquidación de valores.

Un hito importante se alcanzó en junio del 2007, cuando el BCE publicó, conjuntamente con Eurostat, las primeras cuentas trimestrales económicas y financieras integradas de la zona del euro por sectores institucionales<sup>3</sup>. Estas cuentas ofrecen una panorámica completa y coherente de la evolución financiera y económica de la zona del euro y de las interrelaciones entre los distintos sectores de la zona del euro (hogares, sociedades y Administraciones Públicas) y entre dichos sectores y el resto del mundo. Las cuentas de la zona del euro pueden considerarse como las cuentas nacionales de la zona. La plena integración y la casi completa coherencia de estas cuentas, así como su elaboración conjunta y simultánea, cada trimestre, por dos instituciones (el BCE y Eurostat) es un logro de carácter singular<sup>4</sup>.

3 Véase el artículo publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2007.

4 Véase una panorámica completa de las estadísticas disponibles y elaboradas por el BCE en «ECB statistics: an overview», BCE, 2008.

Las primeras cuentas de la zona del euro se publicaron en el 2007

## 8.2 OTRAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

Al comienzo de la Unión Económica y Monetaria, Eurostat (en colaboración con los institutos nacionales de estadística) había desarrollado el IAPC como índice de precios consumo, así como otras estadísticas sobre precios, costes, mercados de trabajo y otras cuestiones económicas. Los datos disponibles sobre las cuentas nacionales de la zona del euro eran limitados. Sin embargo, la puntualidad de estas estadísticas no era satisfactoria a efectos de política monetaria. Desde entonces, la puntualidad de las estadísticas pertinentes de la zona del euro que facilita Eurostat ha mejorado significativamente, sobre todo, tras la adopción del Plan de Acción para las Estadísticas de la UEM (2000) por parte del Consejo ECOFIN y la creación de una lista de Principales Indicadores Económicos Europeos, de periodicidad mensual y trimestral, en el 2002. Como ejemplo, cabe señalar las estimaciones preliminares del IAPC que se publican con puntualidad y las variaciones trimestrales del PIB real, sendos e importantes logros que han permitido incorporar estos datos a los análisis de la política monetaria y económica. Además, se ha ampliado notablemente la gama de estadísticas disponibles sobre las finanzas públicas, tanto anuales como trimestrales. En todos los ámbitos se han mejorado aún más las normas en lo que respecta a la metodología.

No obstante, en materia de estadísticas aún falta camino por recorrer (en lo que se refiere a nuevas estadísticas, frecuencia y calidad de las ya disponibles)<sup>5</sup>. Todavía es necesario mejorar, principalmente en el ámbito de los servicios, los mercados de trabajo (integrando las estadísticas de estos mercados en las cuentas nacionales para que puedan utilizarse en los análisis del crecimiento y la productividad) y los mercados de la vivienda. También es necesario mejorar la puntualidad y otros aspectos cualitativos en el caso de algunas otras estadísticas, lo que podría suponer una coordinación más estrecha de los procesos estadísticos entre los institutos nacionales de estadística europeos e incluir la publicación coordinada de datos nacionales en respuesta a los objetivos europeos en materia de puntualidad y armonización de las políticas de revisión. Finalmente, es crucial que las estadísticas se comuniquen adecuadamente, en particular en lo que se refiere al IAPC (véase recuadro 1).

5 Véase «EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU», octubre del 2007 (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>)

### Recuadro 1

#### EL PAPEL DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO

Dado que la principal función del BCE es mantener la estabilidad de precios, necesita contar con estadísticas de alta calidad sobre la evolución de los precios. En este contexto, la institución ha asignado un papel destacado al Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro, que compila mensualmente Eurostat. El IAPC se utiliza también para determinar si otros países de la UE están preparados para adoptar el euro como moneda de curso legal. De hecho, se elaboran índices armonizados de precios de consumo para todos los países de la UE.

El IAPC registra las variaciones de los precios en relación con el gasto de consumo en bienes y servicios de todos los hogares. Es una buena medida de la inflación de precios de consumo, que se calcula de conformidad con las normas internacionales óptimas. El IAPC de la zona del euro se compila sobre la base de más de 1,7 millones de observaciones individuales de precios de bienes y servicios cada mes, recogidas en 200.000 establecimientos de unas 1.500 ciudades de distintos tamaños de toda la zona del euro.

Para cada producto se recogen los precios de distintos establecimientos y diferentes regiones. Por ejemplo, para el subíndice de precios de los libros, se tienen en cuenta los diferentes tipos de obras (ficción, no

Los avances en materia de estadísticas económicas han sido notables, pero aún queda camino por recorrer

Es necesario seguir mejorando la puntualidad y la calidad

IAPC de alta calidad, un indicador de la estabilidad de precios

El IAPC se basa en 1,7 millones de observaciones individuales cada mes

Hay margen para avanzar en la armonización

ficción, de referencia, etc.), que se venden en librerías, supermercados y por Internet. Dentro del índice, los grupos de productos se ponderan en función de su importancia relativa en el gasto en consumo total de los hogares. Estas ponderaciones se actualizan periódicamente para captar los cambios en las pautas de gasto a lo largo del tiempo y mantener la representatividad del índice. Se ha prestado gran atención al tratamiento armonizado de cuestiones complejas, como los precios de los seguros, los servicios de salud y educación y a la inclusión de productos nuevos o que han sufrido una transformación sustancial.

Siempre hay margen para mejorar. Una de las prioridades es la de conseguir un tratamiento más armonizado de los cambios en la calidad de los productos. Por ejemplo, un fabricante de automóviles puede incorporar elementos adicionales de seguridad, como los *airbags*, a un nuevo modelo y, al mismo tiempo, incrementar el precio. Para medir correctamente la variación estricta del precio es necesario estimar qué cantidad del incremento del precio del automóvil refleja la calidad añadida con la instalación de los *airbags*. Se está trabajando para seguir desarrollando y armonizando los métodos utilizados por los distintos países cuando se cambia la calidad de los productos. Una segunda prioridad es el tratamiento de la vivienda propia. Mientras que las variaciones de los alquileres de vivienda que pagan los arrendatarios se incluyen en el IAPC, la mayoría de los gastos de los hogares en relación con la propiedad de sus viviendas no se incluyen. Como la proporción de hogares que poseen o alquilan una vivienda varía notablemente de unos países a otros dentro de la zona del euro, la inclusión de la vivienda en propiedad permitiría comparar con más exactitud el IAPC en toda la zona y, al mismo tiempo, ampliaría la cobertura del índice de precios.

Las estadísticas tienen múltiples fines y usuarios

### 8.3 UN MARCO PARA ESTADÍSTICAS DE ALTA CALIDAD

Las estadísticas de alta calidad son la base de los análisis, las decisiones y las comunicaciones del BCE respecto a la política monetaria. En la UE, la calidad, la fiabilidad y la imparcialidad de las estadísticas revisten particular importancia por el hecho de que las utilizan las autoridades nacionales. El seguimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, las decisiones sobre las ampliaciones de la zona del euro y las contribuciones de cada país al presupuesto de la UE y a la política regional de la UE dependen, todos ellos, de la alta calidad de los datos estadísticos en que se basan.

La calidad y el buen gobierno son temas prioritarios en el campo de las estadísticas

Las estadísticas del BCE se ajustan a las normas ampliamente aceptadas en esta materia tanto a nivel mundial como europeo. Además, el BCE participa activamente en el perfeccionamiento de dichas normas (por ejemplo, el Sistema de Cuentas Nacionales, el Sistema Europeo de Cuentas, el Manual de Balanza de Pagos) y, en general, coopera estrechamente con los organismos internacionales pertinentes (Comisión Europea, FMI, BPI, OCDE, Naciones Unidas), a fin de lograr la armonización, a escala mundial, de las normas y definiciones de las estadísticas económicas y financieras.

En el 2007, se publicó un informe titulado «Public commitment with respect to the ESCB's statistical function», en el que se destaca la importancia de la calidad y la estructura de gobierno en materia de estadísticas, haciéndose hincapié en las buenas prácticas, las normas éticas y la cooperación de acuerdo con los principios de imparcialidad, independencia científica, eficacia en términos de los costes, confidencialidad estadística, evitación de una carga excesiva para los agentes informadores y alta calidad del producto. Además, en el «ECB Statistics Quality Framework», publicado en el 2008, se analizan más a fondo los principios de calidad que orientan la producción de las estadísticas del BCE.

Un diálogo frecuente entre los usuarios y los compiladores de las estadísticas, el cumplimiento de las normas mundiales y un compromiso inequívoco con la alta calidad y el buen gobierno son esenciales para la elaboración de unas estadísticas de la zona del euro que resulten idóneas para los responsables de la política mo-

netaria del BCE. A fin de equilibrar las necesidades de estadísticas que tienen los usuarios con los costes que entraña su provisión, cualquier decisión respecto a la elaboración de estadísticas nuevas o notablemente mejoradas del BCE siempre se basa en una evaluación sistemática de los costes y beneficios adicionales.

En cualquier caso, aunque las estadísticas representan menos del 2% de la carga de administrativa total, los estadísticos europeos se han comprometido a reducir al mínimo la carga que representa responder a sus encuestas. Una solución es recopilar los datos una sola vez y compartirlos con las autoridades estadísticas que los necesiten, manteniendo, al mismo tiempo, unas normas de confidencialidad estrictas. Ello podría exigir cambio en la legislación, así como una colaboración eficaz entre el BCE y los bancos centrales nacionales, los institutos nacionales de estadística y los supervisores financieros. Al mismo tiempo, hay que reconocer que toda estadística, para ser de alta calidad, siempre tendrá que apoyarse en diversas encuestas muestrales.

Un aspecto cualitativo importante se refiere también a la accesibilidad de las estadísticas que elabora y divulga el BCE. En esta materia se han realizado considerables mejoras en el último decenio. La sección de estadísticas del Boletín Mensual ha aumentado de forma notable a lo largo del tiempo. El folleto mensual «Statistics Pocketbook» proporciona información clave en un formato cómodo de manejar. El BCE publica actualmente unas 70 notas de prensa sobre estadísticas cada año. No obstante, el mayor paso adelante en lo que se refiere a la accesibilidad de los datos se dio en el 2006 con la puesta en funcionamiento del «Statistical Data Warehouse»<sup>6</sup> del BCE, a partir del cual pueden descargarse directamente los datos sin coste alguno. En la actualidad cada año acceden a esta base de datos en Internet unos 250.000 usuarios distintos.

#### 8.4 LOGROS Y RETOS FUTUROS

Las estadísticas del BCE han mejorado notablemente en cuanto a su disponibilidad y puntualidad, y ahora son comparables a las de otras grandes áreas monetarias. A pesar de estos avances, aún es necesario seguir mejorando. Actualmente, las actividades se centran en i) proporcionar datos más puntuales, completos y coherentes sobre las cuentas económicas de la zona del euro, ii) elaborar estadísticas armonizadas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones y, iii) preparar estadísticas más amplias sobre las titulizaciones de activos. Además, es necesario mejorar la valoración de las transferencias del riesgo de crédito.

En general, las estadísticas que elabora el BCE han de seguir satisfaciendo las necesidades constantemente cambiantes de los usuarios y deben reflejar la situación más reciente del entorno económico y financiero. Tendencias tales como la globalización, la integración financiera y la innovación financiera también han de encontrar cabida en las estadísticas agregadas.

En este contexto, el Consejo de Gobierno ha aprobado una visión estratégica que debería aumentar la eficacia y la eficiencia de la recogida y la elaboración de las estadísticas de la zona del euro. Ello supone, entre otras cosas, una cooperación incluso más intensa entre los departamentos de estadística de los BCN y el BCE, y entre éstos y sus contrapartes exteriores, como los institutos nacionales de estadística, los supervisores y los representantes del sector financiero. Los aumentos de eficiencia resultantes podrían utilizarse para cerrar algunas de las brechas que aún se observan en las estadísticas del BCE.

Es necesario equilibrar la demanda de los usuarios ...

... y la carga que representa la provisión de estadísticas

Aún se requieren mejoras en la recogida y la elaboración de las estadísticas ...

... y una estrecha cooperación entre todas las partes interesadas

<sup>6</sup> Para más información, consultar la dirección <http://sdw.ecb.europa.eu/>

## LOS BILLETES EN EUROS



## LAS MONEDAS EN EUROS



## 9 BILLETES EN EUROS – UN SÍMBOLO TANGIBLE DE INTEGRACIÓN



*El euro existe oficialmente como unidad de cuenta y moneda de los mercados financieros y de divisas desde 1999. Sin embargo, para la mayoría de los ciudadanos, el euro llegó el 1 de enero de 2002, cuando los billetes y monedas fueron puestos en circulación. Durante este período transitorio de tres años, se fabricaron más de 15.000 millones de billetes en euros que constituyeron el suministro inicial, un volumen suficiente para cubrir 15.000 campos de fútbol, acuñándose además 52.000 millones de monedas. Este símbolo tangible de la integración económica y monetaria está ahora en los bolsillos de todos, si bien la historia de los billetes y monedas en euros comenzó diez años antes de su puesta en circulación<sup>1</sup>.*

**Se tardó tres años en fabricar el efectivo en euros**

*Este capítulo se estructura en varias secciones. La sección 9.1 resume brevemente la historia de los billetes en euros. La sección 9.2 analiza las principales etapas de la introducción de la nueva moneda. En la sección 9.3 se proporcionan algunas estadísticas. La sección 9.4 se ocupa de la gestión del efectivo y la sección 9.5 ofrece algunas de las características de la segunda serie de billetes actualmente en preparación.*

### 9.1 BILLETES EN EUROS: BREVE HISTORIA

En 1995 el Consejo Europeo acordó denominar «euro» a la moneda común europea. No obstante, y aunque la mayoría de los ciudadanos lo desconocía, los preparativos relativos a los billetes en euros habían comenzado tres años antes, con debates sobre algunas cuestiones fundamentales. En 1994 el Consejo del Instituto Monetario Europeo (IME) decidió establecer una secuencia 1:2:5 para los billetes (por ejemplo, 10€, 20€ y 50€), que también se aplicó a las monedas en euros (1, 2 y 5 céntimos). Se trata de un sistema decimal que facilita el cálculo y que reduce al mínimo el número de billetes necesarios para realizar el pago de cualquier importe. La mayor parte de las monedas del mundo siguen esta secuencia en sus denominaciones.

**Denominaciones que facilitan su manejo**

Todas las denominaciones de los billetes en euros se basan en las que ya existían para las monedas nacionales. La denominación más alta se estableció en 500€, teniendo en cuenta el hecho de que en Alemania, Austria, Bélgica, Italia, Luxemburgo y Países Bajos se emitían billetes con un valor entre 200€ y 500€; la denominación de menor valor se fijó en 5€.

También se consideró la posibilidad de contar con billetes de 1€ y 2€, tras recibir solicitudes para su introducción. El BCE estudió detenidamente esta cuestión, consultó a los participantes en el manejo de efectivo, como las asociaciones de banca y de comerciantes europeas, y llegó a la conclusión de que no era necesario emitir billetes de tan baja denominación. De hecho, los billetes de baja denominación —1€ o 2€— complicarían el manejo del efectivo y conducirían a un deterioro general de la calidad de los billetes en circulación ya que se usarían como cambio en las pequeñas compras, aunque sea más práctico para este fin usar las monedas. Asimismo, las encuestas indicaron que sólo a un tercio de la población de la zona del euro le gustaría utilizar este tipo de billetes. En el 2004, el Consejo de Gobierno decidió no modificar la estructura de las denominaciones, ni para la actual ni para la segunda serie de billetes en euros.

**Los billetes de poco valor son demasiado costosos**

A principios de 1996, el IME convocó un concurso para seleccionar los diseños de los billetes en euros basado en las especificaciones preliminares. En diciembre de ese mismo año, el Consejo del IME seleccionó la serie ganadora, cuyos diseños se inspiraban en el tema «Épocas y estilos de Europa». Con anterioridad a esta selección, los diseños ganadores habían sido preseleccionados por un jurado independiente compuesto por expertos en técnicas comerciales, historia del arte y diseño, y se habían efectuado pruebas mediante una encuesta representativa de ámbito europeo. Los diseños de los billetes evitan deliberadamente incluir rasgos nacionales: son verdaderamente europeos<sup>2</sup>.

1 Véase «Cómo el euro se convirtió en nuestra moneda» BCE 2007.

2 Véase «Exposición de diseños de billetes en euros» BCE 2003.

Los billetes idénticos reducen los costes y simplifican su gestión

Se consideró la inclusión de motivos nacionales en los billetes, como las efigies de jefes de estado o de monarcas pero, finalmente, se descartó por varias razones. La fabricación de billetes en euros idénticos y la gestión por parte de los BCN de los excedentes de este tipo de billetes era más sencilla y eficiente. Los billetes han de poderse intercambiar sin restricciones en toda la zona del euro. La posibilidad de intercambiarlos permite paliar la posible escasez de billetes de un BCN con el exceso de billetes con que cuenta otro, sin dar la impresión de que un país «inunda» otro con billetes que incorporan los propios símbolos nacionales. Además, se acordó no repatriar al banco central emisor los billetes que hubiesen sido retirados de la circulación. Otra razón para excluir los elementos nacionales de los billetes fue el acuerdo sobre su fabricación mancomunada a partir del 2002, de modo que, en principio, sólo entre dos y cuatro BCN proporcionan una determinada denominación, logrando así economías de escala. Esta división de tareas resultaría asimismo menos eficiente si los billetes no fuesen plenamente intercambiables.

La producción a gran escala de billetes comenzó ya a mediados de 1999, después de realizar diversas pruebas de impresión y ajustes a las especificaciones iniciales. En los períodos de máxima producción, las quince fábricas de billetes que los imprimieron llegaron a fabricar 400 billetes por segundo.

## 9.2 LA INTRODUCCIÓN DEL EURO<sup>3</sup>

La transición al euro fue rápida y fluida...

Canjear todos los billetes y monedas en circulación entre más de 300 millones de personas en un breve período de tiempo constituyó una operación logística sin precedentes. Llevar a cabo la transición a la nueva moneda con éxito sólo podía conseguirse mediante la estrecha coordinación y cooperación de todas las partes implicadas. Por tanto, desde 1997, las instituciones de la UE, las autoridades nacionales, las entidades de crédito, las empresas de transporte de fondos, los comerciantes, las organizaciones de consumidores y la industria de máquinas expendedoras participaron activamente en los preparativos. Con el fin de coordinar las actividades relativas a las distintas modalidades de canje nacional y poder reaccionar con prontitud ante cualquier incidente, el Eurosistema estableció el Comité de Coordinación para el Canje del Efectivo. A principios del 2002, en un corto espacio de tiempo se sustituyeron 6.000 millones de billetes y 29.000 millones de monedas nacionales por 8.000 millones de billetes y aproximadamente 38.000 millones de monedas en euros. Pese a la enorme magnitud de la sustitución, los países de la zona del euro acordaron un período de doble circulación muy breve, con una duración de entre cuatro semanas y dos meses, a fin de mantener unos costes reducidos. Para recortar adicionalmente los gastos del manejo simultáneo de dos monedas diferentes, acordaron además hacer todo lo posible para asegurar que la mayoría de las operaciones en efectivo se pudieran hacer en euros a mediados de enero del 2002. De hecho, el 50% de las transacciones en efectivo se efectuaban ya en la nueva moneda una semana después de su introducción.

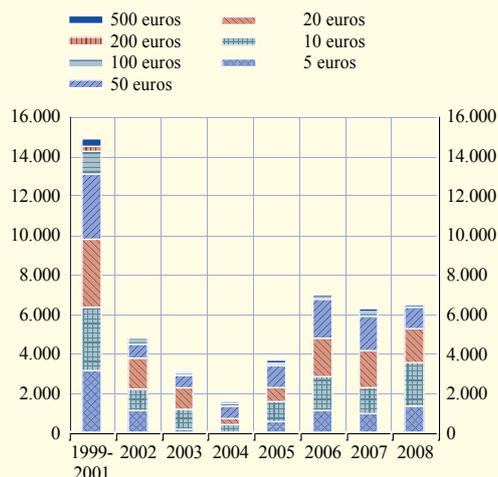
... gracias a la distribución anticipada y a la campaña de información

La amplia distribución anticipada de efectivo en euros a entidades de crédito, comerciantes y otras empresas, que había comenzado en septiembre del 2001, resultó esencial para que el canje fuese rápido y fluido: garantizó que los recursos de los BCN y de las empresas de transporte de fondos se repartieran de forma más uniforme, reduciéndose así al mínimo los cuellos de botella en el suministro de efectivo. El Eurosistema ofreció a las entidades de crédito un incentivo para constituir anticipadamente reservas de billetes y proporcionar una parte de las mismas a sus clientes comerciales: la introducción de un modelo de adeudo diferido, destinado a compensar el coste de oportunidad de las entidades de crédito por mantener depósitos que no producían intereses. Resultó un planteamiento acertado ya que, en términos de volumen, casi el 80% de la demanda inicial de billetes y el 97% de las monedas necesarias para la introducción del euro habían sido distribuidos antes del 1 de enero de 2002.

<sup>3</sup> Véase «Balance de la transición al euro en el 2002», BCE, 2002.

**Gráfico 1 Volumen de producción de billetes en euros**

(millones)



Fuente: BCE.

La adopción del euro por parte de estos países, sus BCN no contaron con suficiente tiempo para proporcionar el volumen de billetes necesario, por lo que se les permitió tomar prestados billetes en euros de las reservas del Eurosistema, a condición de que los «devolviesen» a lo largo de los próximos años. El BCE, en cooperación con los BCN de estos países, llevó a cabo campañas de información similares a la Campaña de Información Euro 2002, para que los ciudadanos de Eslovenia, Chipre y Malta se familiarizaran con los billetes y monedas en euros.

### 9.3 BILLETES EN CIRCULACIÓN

A raíz de la introducción del euro, el número de billetes en circulación aumentó en mayor medida de lo que habría sugerido el volumen de moneda nacional en circulación. El fuerte crecimiento se debió prin-

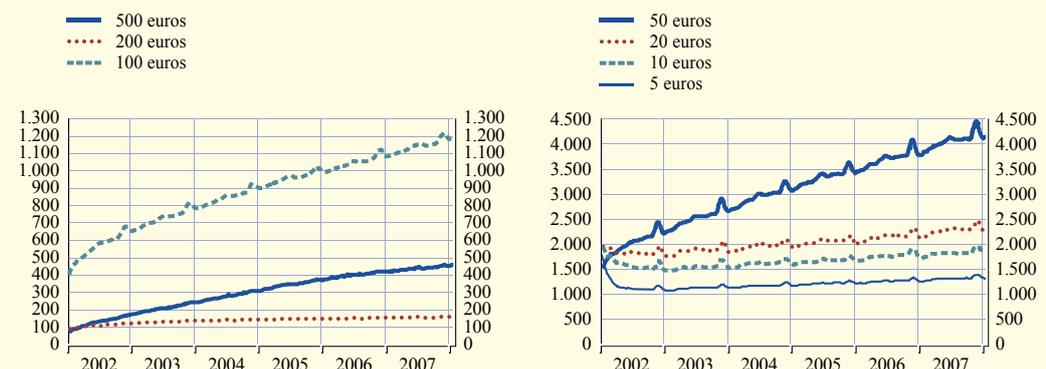
El Eurosistema puso en marcha la «Campaña de Información Euro 2002», con un coste de 80 millones de euros, dirigida tanto al público de dentro como de fuera de la zona del euro. Además de proporcionar información sobre el propio efectivo — el diseño o los elementos de seguridad de los billetes— la campaña incluyó los aspectos prácticos de su introducción, con el fin de animar a los ciudadanos a que, por ejemplo, procurasen no tener mucho dinero en efectivo en sus monedas nacionales y a que pagasen con el importe exacto cuando fuese posible, de modo que los establecimientos comerciales no necesitaran contar con un gran volumen de efectivo para devolver el cambio.

A diferencia de los primeros países participantes en la zona del euro, los que se han integrado más recientemente —Eslovenia en enero del 2007 y Chipre y Malta en enero del 2008— introdujeron el euro simultáneamente como efectivo y como medio de pago electrónico. Por tanto, tras la apro-

Los nuevos países participantes en la zona del euro inicialmente toman prestados los billetes

**Gráfico 2 Número de billetes en euros en circulación**

(millones)



Fuente: BCE.

El uso de los billetes en euros está aumentando significativamente

Las reservas de billetes se equilibran con los envíos transfronterizos

principalmente al hecho de que tanto residentes como no residentes en la zona del euro ajustaron sus tenencias de efectivo tras la puesta en circulación del euro. Los billetes se utilizan como medio de pago, pero también como depósito de valor; así, es probable que los tenedores de efectivo de la zona del euro hayan ajustado sus tenencias de billetes en euros en función de las denominaciones y prefieran los billetes de alta denominación actualmente a su disposición. Esto resulta razonable, en especial en un contexto de bajos tipos de interés y de unas expectativas de inflación reducida. El fuerte crecimiento del efectivo en circulación en términos de importe corresponde principalmente a tres denominaciones: 50€, 100€ y 500€. Sin embargo, la continuada disminución de las tasas de crecimiento de los billetes de mayor valor podría indicar que esta variación en la demanda de efectivo está llegando lentamente a su fin. A finales del 2007, había en circulación aproximadamente 12.000 millones de billetes, con un importe cercano a 677 mm de euros. El importe de los billetes en euros en circulación era, por tanto, superior al de los billetes en dólares estadounidenses en circulación, que equivalían a unos 540 mm de euros a finales del 2007, cuando el tipo de cambio se situaba en 1€=1,4721\$. Los usuarios de efectivo fuera de la zona del euro han comenzado a mantener una mayor cantidad de billetes en euros de los que mantenían en billetes nacionales, ya que resulta más conveniente hacerlo en euros. Se estima que en términos de importe, entre el 10% y el 20% de los billetes en euros —aunque posiblemente más cerca de la parte superior del intervalo— circula fuera de la zona.

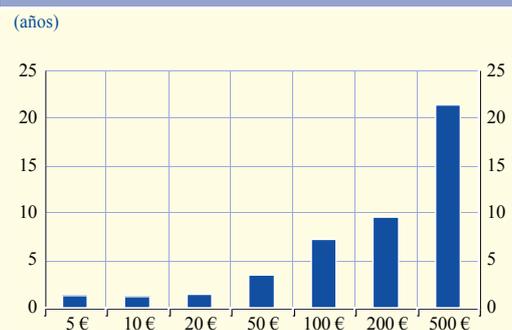
#### 9.4 GESTIÓN DEL EFECTIVO

La coordinación en la gestión del efectivo y en el desarrollo de los billetes en euros garantiza su inmediata aceptación tanto en la zona del euro como fuera de ella. Contar con una moneda para varios países significa que el efectivo «se desplaza» de un país a otro como consecuencia, principalmente, del turismo, de los viajes de negocios, así como del atesoramiento de efectivo, dando lugar tanto a la escasez como al exceso de determinadas denominaciones. Estos desequilibrios se corrigen dentro de la zona del euro mediante el sistema común de gestión de reservas del Eurosistema, que establece los niveles de referencia para las reservas logísticas de los BCN y permite transferencias ad hoc de grandes cantidades de billetes de un BCN con excedente de billetes a otro en el que se produzca escasez. Este sistema de reequilibrio posibilita que los BCN mantengan unas reservas logísticas menores. Con la ayuda de una base de datos, el sistema de información sobre la moneda (*Currency Information System*), el BCE realiza un seguimiento del nivel de las reservas logísticas, coordina su uso transfronterizo y abona las transferencias entre países.

Los BCN comprueban la autenticidad y calidad de los billetes...

La calidad de los billetes en euros se deteriora durante su circulación porque se estropean o ensucian al pasar de mano en mano, de modo que es posible que las máquinas expendedoras no los acepten y, en consecuencia, los ciudadanos podrían perder la confianza en los billetes como medio generalmente aceptado de pago. Por ello, el Eurosistema ha de mantener la integridad de los billetes, es decir, garantizar que sólo se encuentran en circulación billetes auténticos y en buen estado. La comprobación de la autenticidad y «aptitud» (calidad) de los billetes se realiza con máquinas selectoras de alta velocidad, que revisan diversos elementos de seguridad y criterios de aptitud, como la suciedad, las rasgaduras y otros daños. Dependiendo del tipo de organización nacio-

Gráfico 3 Vida media de los billetes en euros



Fuente: BCE.  
1) A 31 de diciembre de 2007.

nal del ciclo del efectivo, los billetes circulan durante un período más largo en algunos países: cuanto más prolongada es su circulación, más se deteriora y ensucia un billete. Por tanto, el Consejo de Gobierno decidió en el 2001 establecer unos criterios de aptitud mínimos para que los BCN sólo vuelvan a poner en circulación los billetes que estén en buen estado y destruyan los demás. El Eurosistema realiza un seguimiento atento del estado de los billetes en circulación efectuando comprobaciones aleatorias cada año. A más largo plazo, el objetivo del Eurosistema es mejorar la durabilidad de los billetes en euros dotándolos, por ejemplo, de un sustrato más resistente o, en el caso de las denominaciones de menor valor, de una capa protectora, ya que son las que más se deterioran y rasgan.

En el 2004 el Consejo de Gobierno adoptó el «Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», un conjunto de normas sobre el reciclaje o retorno a la circulación de los billetes. Establece las comprobaciones de aptitud y autenticidad que han de ser llevadas a cabo por las entidades de crédito y por otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. Garantiza que los billetes recibidos por una entidad de crédito que aún se encuentren en buen estado continúen en circulación, si la entidad así lo decide, en lugar de depositarlos en el banco central y recibir billetes nuevos.

Esta posibilidad de reciclaje permite a las entidades de crédito y a las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo desempeñar su trabajo de forma más eficaz y eficiente en términos de costes, ya que el volumen de efectivo que se ha de transportar al banco central es menor; es decir, se acorta el ciclo del efectivo. Con arreglo al marco para el reciclaje de billetes, los billetes que vuelven a ponerse en circulación mediante cajeros automáticos y otros dispositivos operados por el cliente han de ser comprobados mediante máquinas de tratamiento de billetes que hayan superado las pruebas realizadas por un banco central. Estos procedimientos de comprobación requieren que la máquina detecte y separe de forma automática los billetes falsos y los no aptos. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse la lista de las máquinas de tratamiento de billetes que han superado las pruebas y que deben ser utilizadas por las entidades de crédito.

Dado que el uso de los billetes del euro es transfronterizo en toda la zona del euro, la mayor convergencia de los servicios de efectivo de los BCN ayuda a garantizar una competencia justa para los participantes en el manejo de efectivo y, en especial, para las compañías de transporte de fondos y las entidades de crédito, y les podría permitir beneficiarse plenamente de contar con una moneda común cuando desarrollan la actividad más allá de sus fronteras nacionales. La definición de servicios de caja gratuitos o a cargo del BCN constituye un paso significativo hacia la convergencia. El logro más reciente ha sido la prestación de servicios de caja por los BCN a las entidades de crédito de la zona del euro establecidas fuera de su jurisdicción cuando sea solicitada («acceso remoto») y la posibilidad de que los clientes de los BCN puedan ingresar monedas en euros en todos los bancos centrales de la zona del euro. El Eurosistema está considerando la adopción de una serie de medidas adicionales, como el intercambio electrónico común de datos con las entidades de crédito sobre el depósito y la retirada de efectivo y la aplicación de estándares comunes de empaquetado de billetes por parte de los BCN y sus clientes.

## 9.5 SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

Los bancos centrales y otras autoridades monetarias suelen perfeccionar sus billetes cuando llevan unos años en circulación para así anticiparse a los falsificadores. El Eurosistema ha adoptado también esta medida de precaución y está actualmente trabajando en una nueva serie de billetes en euros. El número de falsificaciones no es muy elevado, ya que la cifra de incautaciones de billetes falsos en circulación

... y también las entidades de crédito y los encargados del manejo de efectivo

Una zona única de efectivo requiere la convergencia de los servicios de caja de los BCN

La segunda serie de billetes se emitirá en enero del 2011

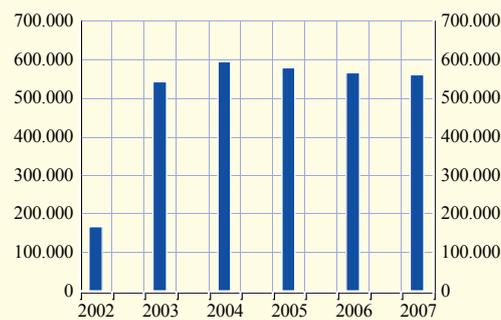
cada año es, en promedio, inferior a 600.000 billetes (una pequeña proporción respecto a los 12.000 millones en circulación) y son, en general, de calidad media o escasa.

Está previsto que la primera denominación perteneciente a la segunda serie de billetes se ponga en circulación el 1 de enero de 2011; a ésta seguirán otras denominaciones durante un período de varios años. Los diseños de la segunda serie representarán una evolución de los de la primera serie, ya que incorporarán el tema actual, «Épocas y estilos de Europa», y elementos de seguridad más avanzados y fácilmente reconocibles. La funcionalidad de los diseños y elementos de seguridad de la segunda serie está basada en estudios de

mercado en los que han participado tanto ciudadanos como personal encargado del manejo de efectivo a título profesional; también se ha consultado a los principales participantes en el ciclo del efectivo. El BCE anunciará con la debida antelación el momento en que la actual serie de billetes dejará de tener curso legal; es decir, la fecha en que no se podrán seguir usando para realizar pagos. No obstante, los BCN canjearán los billetes pertenecientes a la serie «antigua» por un período ilimitado de tiempo.

En la actualidad, el euro es una moneda internacional. El BCE, junto con los bancos centrales que forman parte del Eurosistema, seguirá garantizando que los billetes continúen siendo un medio valorado y valioso de pago en la zona del euro y fuera de ella.

Gráfico 4 Número total de billetes falsos en euros retirados de la circulación



Fuente: BCE.



## 10 CONCLUSIONES

La creación de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM) ha supuesto el establecimiento de un nuevo marco institucional y de una política monetaria única orientada a la consecución de la estabilidad de precios. El BCE constituye el núcleo de dicho marco institucional. La presente edición especial del Boletín Mensual, elaborada con ocasión del décimo aniversario del BCE, contiene una recapitulación del trabajo y de los logros del BCE y del Eurosistema en estos diez intensos años de existencia. A fin de alcanzar su objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios, el BCE ha de desempeñar diversas tareas y actividades, algunas de las cuales están descritas en el Tratado de la Unión Europea, mientras que otras refuerzan el marco de la política monetaria única.

La introducción del euro requería la creación de un marco institucional apropiado para la UEM. La combinación de una política monetaria centralizada con políticas fiscales y estructurales descentralizadas, aunque coordinadas, ha resultado ser una fórmula satisfactoria, en términos generales. Los procedimientos de coordinación reflejan la mayor interdependencia de los países de la zona del euro. Los organismos e instituciones europeos (como el Parlamento Europeo, la Comisión Europea, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo, etc.) intercambian un volumen creciente de información y de análisis. No obstante, a medida que avanza la integración en la zona del euro, las políticas definidas a escala nacional deben tener más en cuenta los requisitos de la Comunidad.

El marco de política monetaria de la zona del euro tiene características originales. En el nuevo marco institucional de la UEM, las competencias sobre la política monetaria única se transfirieron al BCE, que recibió un mandato bien definido y garantía de independencia con respecto a cualquier influencia política. Dicha independencia se extiende a las facetas institucional, personal, financiera y funcional, y también supone un elevado grado de transparencia y de rendición de cuentas, inclusive ante el Parlamento Europeo.

La estrategia de política monetaria del BCE concede un papel de primer orden al análisis monetario. Las decisiones de política monetaria se basan en la pericia y el conocimiento colectivos del Consejo de Gobierno del BCE. Este sistema colegiado se ha aplicado con éxito en la zona del euro durante los diez últimos años: el marco ha funcionado correctamente desde el principio, gracias también a la competencia y al compromiso del personal del Eurosistema. Dicho marco ha servido, asimismo, para gestionar satisfactoriamente la ampliación de la UE, aunque algunos de sus elementos continúan evolucionando para dar respuesta a las nuevas necesidades, a las fuerzas del mercado, a las mejoras técnicas y organizativas y a las medidas legislativas.

Cuando se crearon el BCE y el Eurosistema, apenas se sabía cómo funcionaría la zona del euro tras la integración monetaria de los países miembros. En los primeros años, la política monetaria y las circunstancias totalmente nuevas constituyeron retos especialmente arduos. Desde el principio fue necesario realizar importantes inversiones en instrumentos de análisis, investigación y estadísticas, adicionales a las que ya había llevado a cabo el Instituto Monetario Europeo (el predecesor del BCE). En la actualidad se utiliza una amplia gama de estadísticas, modelos y otros instrumentos analíticos armonizados para la zona del euro. El público tiene acceso a la mayoría de las metodologías y datos, puesto que se analizan periódicamente en los artículos del Boletín Mensual y en otras publicaciones.

Tras la introducción del euro, el Eurosistema cuenta en su haber con logros no menos importantes. En la actualidad, la estrategia de política monetaria del BCE se entiende bien, goza de credibilidad y, durante los diez últimos años, ha constituido una base sólida para responder a una serie de retos. La tasa media de inflación anual medida por el IAPC se ha situado ligeramente por encima del 2% desde la introducción del euro, a pesar de la presencia de diversas perturbaciones exógenas. En la mayoría de los países de la zona, la inflación se ha mantenido en niveles significativamente inferiores a los registrados

**Nuevo marco institucional para la UEM**

**El nuevo marco tiene características originales ...**

**... funciona adecuadamente y es adaptable**

**Al principio había un conocimiento limitado ...**

**...en la actualidad se utiliza una amplia gama de estadísticas, modelos y herramientas**

**Niveles bajos de inflación  
y de tipos de interés  
favorecen ...**

en las décadas anteriores a la introducción de la nueva moneda y, asimismo, su volatilidad ha sido considerablemente más baja que en años precedentes.

El BCE también ha logrado anclar las expectativas de inflación a largo plazo generadas a partir de los rendimientos de los bonos y de los resultados de las encuestas. Dicho anclaje refleja el éxito de la estrategia de política monetaria del BCE y su capacidad para mantener la estabilidad de precios a medio plazo de forma creíble, lo cual, para muchos países de la zona del euro, representa un notable beneficio que no hubiera sido posible sin la existencia de un BCE y un Eurosistema independientes.

**... la integración financiera,  
la creación de empleo y...**

Los efectos globales del euro son positivos. Los beneficios generados por la estabilidad de precios y el reducido nivel de los tipos de interés están favoreciendo la materialización paulatina, pero constante, de otros cambios positivos en los ámbitos económico y financiero. De hecho, las estructuras económicas y financieras tardan en evolucionar. Entre los países de la zona del euro existe ahora un intercambio más intenso de bienes y servicios, una mayor integración financiera (que, a su vez, impulsa la profundización y modernización financieras), un incremento de la inversión directa extranjera y de las tenencias de carteras internacionales, además de un ritmo sostenido de creación de empleo en el conjunto de la zona. La mayor capacidad de resistencia económica y financiera ha generado un entorno internacional complejo. La dimensión internacional del euro y su uso como moneda de reserva y de transacción han crecido gradualmente, a medida que ha ido avanzando el proceso de integración regional y mundial. El euro se ha convertido en la segunda moneda internacional por orden de importancia, después del dólar estadounidense, aunque su alcance a escala mundial es menor.

**... la dimensión internacional  
del euro**

**El Eurosistema promueve  
activamente la integración  
financiera...**

Durante los diez últimos años, el Eurosistema ha contribuido activamente a promover la integración financiera de varias formas, por ejemplo, ampliando el conocimiento, propugnando una mayor concienciación y realizando un seguimiento de los avances logrados en este ámbito, basándose en una serie de indicadores elaborados por el BCE. Asimismo, actúa como catalizador de las iniciativas del mercado destinadas a fomentar la integración financiera. El Eurosistema también ha favorecido directamente este proceso ofreciendo servicios de banco central, que están disponibles en todos los países de la zona del euro.

**... y los mecanismos  
que contribuyen  
a la estabilidad  
financiera**

Por otra parte, durante este decenio el Eurosistema ha reforzado de manera muy activa los mecanismos que contribuyen a la estabilidad financiera, una tarea que resulta cada vez más necesaria debido a la creciente integración y a la rápida evolución de los mercados financieros europeos. En consecuencia, el Eurosistema vigila y valora constantemente la estabilidad del sistema financiero, y el BCE publica un informe semestral sobre estabilidad financiera (*Financial Stability Review*) relativo al sistema financiero en su conjunto y un informe anual con los resultados de los análisis macroprudenciales y estructurales del sector bancario de la UE. Asimismo, el Eurosistema ha facilitado asesoramiento y datos de forma periódica para la elaboración del marco jurídico, regulador y de supervisión de los servicios financieros, especialmente en el ámbito de la UE. En lo que se refiere a la gestión de crisis financieras, el Eurosistema ha promovido el desarrollo de mecanismos de cooperación voluntaria entre distintas autoridades, ha participado en ejercicios de simulación de crisis a escala de la UE y de la zona del euro y ha contribuido a la elaboración de un marco analítico para la evaluación de crisis financieras y al diseño de la hoja de ruta estratégica adoptada por el Consejo ECOFIN en el 2007 para seguir mejorando los procedimientos de gestión de crisis en la UE en los próximos años. Por lo que respecta a la vigilancia de las infraestructuras de mercado, el Eurosistema ha contribuido satisfactoriamente a garantizar la seguridad y la eficiencia en la transferencia de los flujos de dinero, valores y otros instrumentos financieros a través de los sistemas de pago y liquidación.

**Aún quedan retos pendientes**

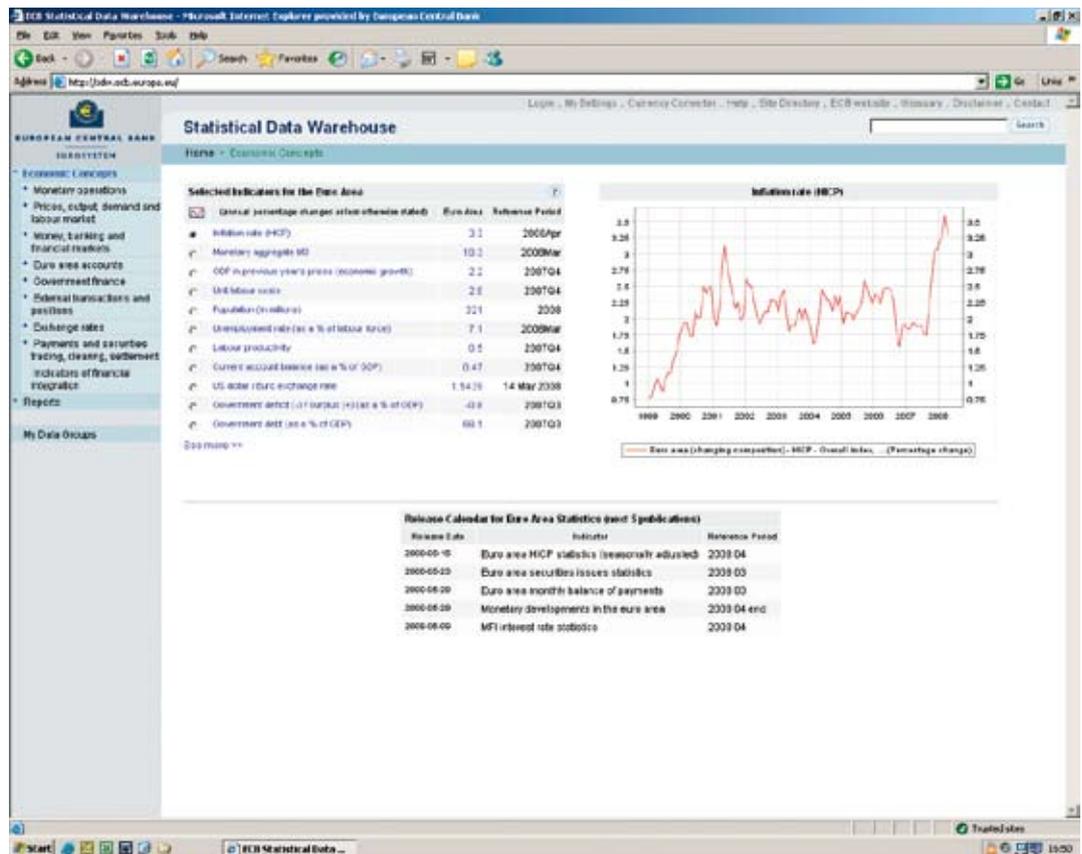
En estos diez años también se ha hecho patente la solidez de los cimientos de la UEM y el alto grado de convergencia económica alcanzado por los países que han adoptado el euro. No obstante, aún quedan varios retos pendientes. La mayoría de los países de la zona del euro todavía tienen que aumentar su flexibilidad y su capacidad de adaptación ante las turbulencias o, dicho de otro modo, deben continuar el proceso de reformas estructurales de sus mercados de productos y de trabajo, reformas que, en todo caso, habrían sido indispensables aun sin la existencia de la UEM. Los gobiernos nacionales también deben vigilar continuamente la evolución de la competitividad de sus respectivos países. Aunque la integración financiera ha avanzado a pasos acelerados, es necesario seguir progresando en algunos segmentos, como, por ejemplo, la banca transfronteriza. El marco de estabilidad financiera de la UE se encuentra todavía en fase de evolución, por lo que hay que mejorarlo constantemente, a fin de adecuarlo al ritmo de avance del proceso de integración e innovación financieras y de hacer frente a los retos derivados de la complejidad del marco institucional de la UE.

Los beneficios y las ventajas derivados de la adopción del euro están contribuyendo a la adaptación y a la liberalización de las economías nacionales. Las reformas se ven favorecidas por la estabilidad de precios, la ausencia de tensiones asociadas a las crisis cambiarias periódicas que se producían antes de la introducción del euro, así como por la estabilidad y la mayor capacidad de resistencia generadas por las reformas aplicadas en el pasado. Además, el hecho de que el entorno europeo esté cambiando y de que la zona del euro esté cada vez más integrada determina también nuestra perspectiva acerca de la evolución de la unión económica y monetaria en el futuro. Las empresas tienen mayor conciencia de que el ámbito de sus actuaciones y de sus decisiones se extiende a toda la zona del euro. Los hogares son cada vez más conscientes de las oportunidades que ofrece una zona económica y financiera ampliada. El público y sus representantes políticos comienzan a pensar más allá del horizonte nacional, y a tener en cuenta el conjunto de la zona. Este cambio de mentalidad está siendo progresivo.

**Cambio de mentalidad: pensar a escala de la zona del euro**

Los logros alcanzados hasta la fecha hubieran sido impensables hace tan sólo unas décadas. No cabe duda de que hay mucho que celebrar tras los diez años de existencia de la UEM; no obstante, la credibilidad nunca se gana para siempre. Seguirán surgiendo retos que requerirán atención y vigilancia, pero actualmente existe confianza en Europa y en la fortaleza de su moneda única.

## STATISTICAL DATA WAREHOUSE



La «Statistical Data Warehouse» del BCE puede consultarse en <http://sdw.ecb.europa.eu>. En las páginas de ayuda figura información más detallada sobre las funcionalidades de esta herramienta.

## ANEJO

# DIEZ AÑOS DE ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO Y COMPARACIÓN CON LAS DE OTRAS GRANDES ÁREAS ECONÓMICAS

## 1. Tipos de interés oficiales de los bancos centrales

(fin de período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos	Japón
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Ampliación de la zona del euro				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Ampliación de la zona del euro				
2007	4,00	-	4,25	0,75



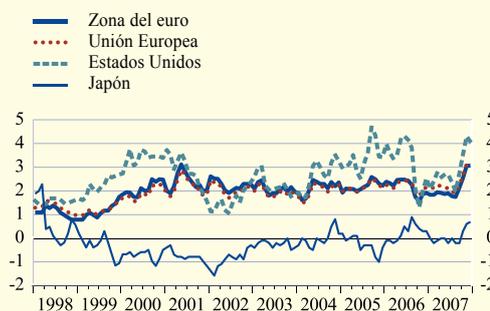
Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 1, sección 1.2) y en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 8, sección 8.1), y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR\\_MBR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV)).

## 2. Tasa de inflación (IAPC/IPC)

(tasas de variación interanual)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>3)</sup>
Media 1989-1998	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Ampliación de la zona del euro				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Ampliación de la zona del euro				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y Statistics Bureau de Japón.

1) IAPC. Los datos anteriores se han estimado a partir de los IPC nacionales. Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 5, sección 5.1.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX)).

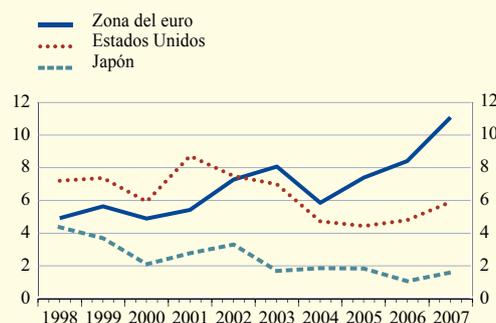
2) IAPC. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX)).

3) IPC nacionales. Se publican en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2).

### 3. Agregado monetario amplio

(tasas de variación interanual)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos <sup>2)</sup>	Japón <sup>2)</sup>
Media 1989-1998	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Ampliación de la zona del euro				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Ampliación de la zona del euro				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

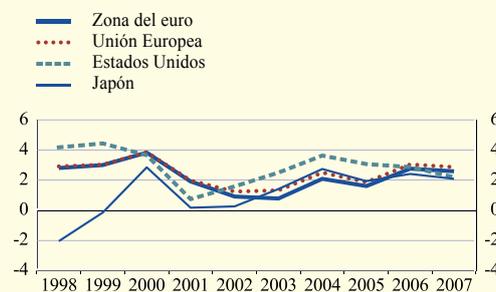
1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 2, sección 2.3) y en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2), y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E)).

2) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2) y en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2).

### 4. PIB<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual en términos reales)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea <sup>3)</sup>	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Japón <sup>5)</sup>
Media 1989-1998	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute de Japón y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

2) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 5, sección 5.2.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A)).

3) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A)).

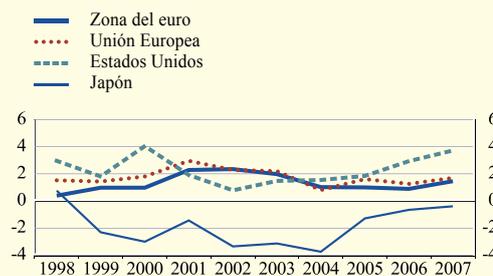
4) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A)).

5) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A)).

## 5. Costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>3)</sup>
Media 1989-1998	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute de Japón y cálculos del BCE.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 5, sección 5.1.4) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I)).

2) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.4).

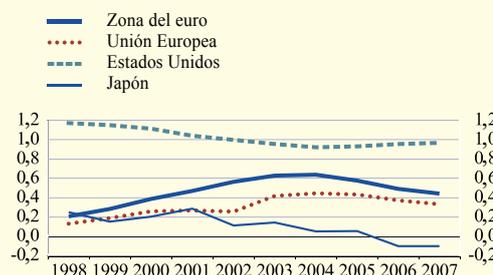
3) Cálculos del BCE.

## 6. Población

(millones)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
Media 1989-1998 <sup>5)</sup>	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 <sup>6)</sup>	319	495	302	128

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, US Census Bureau y Statistics Bureau de Japón.

1) Media anual. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 2, sección 2.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)).

2) Media anual. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.6) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)).

3) Los datos se refieren a la población a mediados de año. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

4) Los datos se refieren a la población a 1 de octubre. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

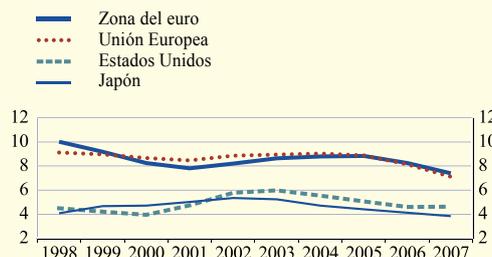
5) 1991-1998 en el caso de la zona del euro; 1993-1998 en el caso de la Unión Europea.

6) Los datos de la zona del euro, UE y Japón son en parte estimaciones.

## 7. Desempleo

(en porcentaje de la población activa)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>3)</sup>
Media 1989-1998	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y Statistics Bureau de Japón.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 5, sección 5.3.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000)).

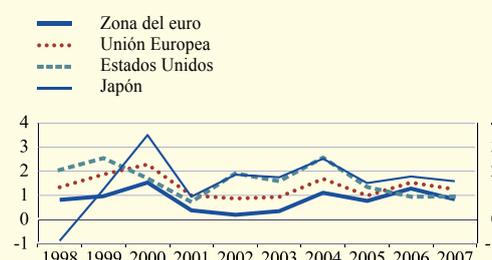
2) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.7) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000)).

3) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2).

## 8. Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>3)</sup>
Media 1989-1998	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute de Japón y cálculos del BCE.

1) Variación del PIB real por persona empleada. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2).

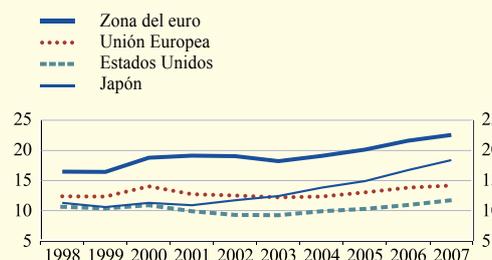
2) Variación del PIB real por persona empleada. Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1)).

3) Cálculos del BCE.

## 9. Exportaciones de bienes y servicios<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea <sup>3)</sup>	Estados Unidos	Japón
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banco de Japón y Ministerio de Finanzas de Japón.

1) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

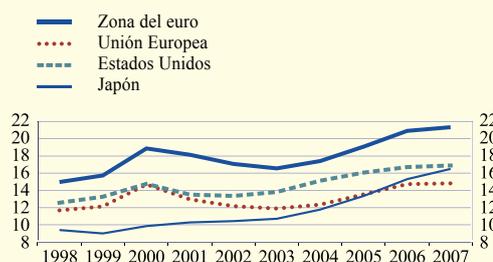
2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_EXP.PGDP.4F.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F.N)).

3) Los datos para el año 2000 se refieren a la UE-15, para el período 2001-2003 a la UE-25, y, a partir del 2004, a la UE-27.

### 10. Importaciones de bienes y servicios<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea <sup>3)</sup>	Estados Unidos	Japón
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banco de Japón y Ministerio de Finanzas de Japón.

1) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

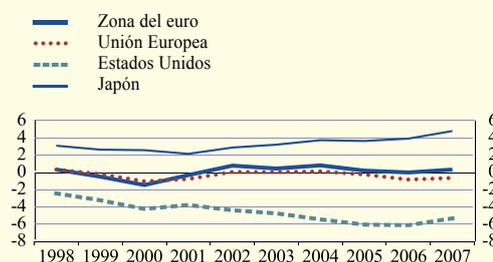
2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=118.DD.A.I3.BP\\_IMP.PGDP.4F.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F.N)).

3) Los datos para el año 2000 se refieren a la UE-15, para el periodo 2001-2003 a la UE-25, y, a partir del 2004, a la UE-27.

### 11. Balanza por cuenta corriente<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea <sup>3)</sup>	Estados Unidos	Japón
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banco de Japón y Ministerio de Finanzas de Japón.

1) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

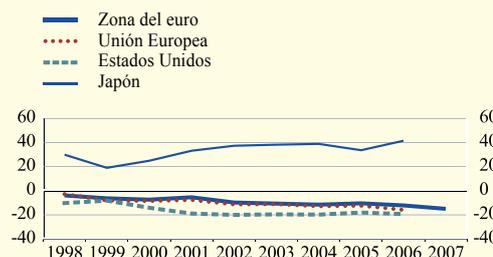
2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_GS\\_N.PGDP.4F.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F.N)).

3) Los datos para el año 2000 se refieren a la UE-15, para el periodo 2001-2003 a la UE-25, y, a partir del 2004, a la UE-27.

### 12. Posición de inversión internacional neta<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos	Japón
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banco de Japón y Ministerio de Finanzas de Japón.

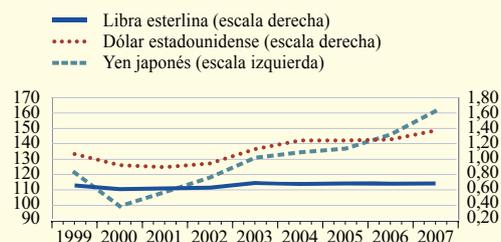
1) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1).

2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_IIP\\_NT.PGDP.4F.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F.N)).

### 13. Tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>

(moneda nacional por euro)

	Dólar estadounidense <sup>2)</sup>	Yen japonés <sup>3)</sup>	Libra esterlina <sup>4)</sup>
Media 1989-1998 <sup>5)</sup>	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Fuente: BCE.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 8, sección 8.2) y en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 4, sección 4.10).

2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A)).

3) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A)).

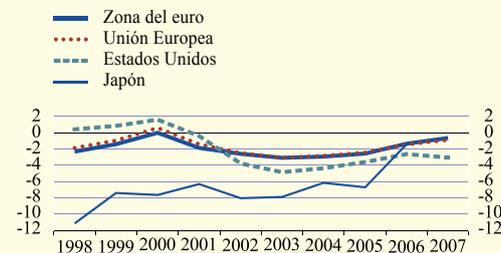
4) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A)).

5) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (compilados por la Comisión Europea).

### 14. Déficit (-) / superávit (+) público

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



Fuentes: BCE, Comisión Europea, US Bureau of Economic Analysis y Economic and Social Research Institute de Japón.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 6, sección 6.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)).

2) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 8) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G)).

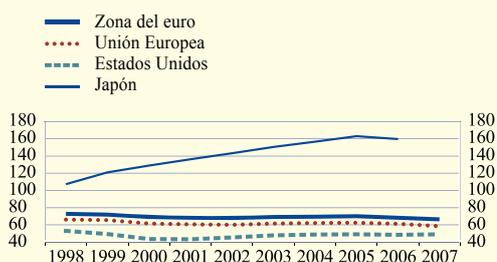
3) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)).

4) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)).

## 15. Deuda pública

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



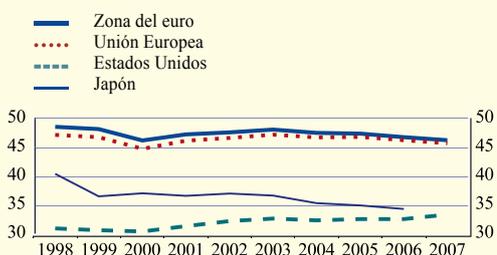
Fuentes: BCE, Comisión Europea, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 6, sección 6.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).2) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.9) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MALE1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MALE1300.SA.G)).3) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).4) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 9, sección 9.2) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).

## 16. Empleos públicos

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea <sup>2)</sup>	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



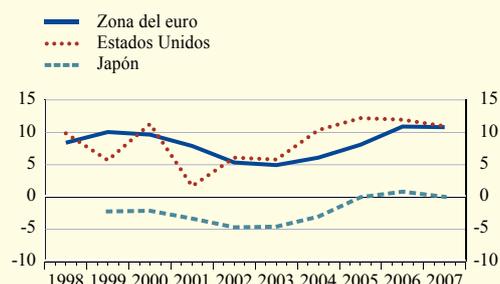
Fuentes: BCE, Comisión Europea, US Bureau of Economic Analysis y Economic and Social Research Institute de Japón.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 6, sección 6.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).2) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 11, sección 11.10) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G)).3) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).4) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.1) y se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).

## 17. Crédito bancario: Préstamos concedidos por las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual)

	Zona del euro <sup>1)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos	Japón
Media 1989-1998	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
— Ampliación de la zona del euro —				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
— Ampliación de la zona del euro —				
2007	10,8	-	10,9	0,0



Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw/quickview.do?SERIES\\_KEY=9.BSLM.U2.N.U.A20.A.1.U2.2200.Z01.E](http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSLM.U2.N.U.A20.A.1.U2.2200.Z01.E))

## 18. Tipo de los depósitos interbancarios a tres meses<sup>1)</sup>

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
— Ampliación de la zona del euro —				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
— Ampliación de la zona del euro —				
2007	4,28	-	5,30	0,79



Fuentes: Federación Bancaria Europea y British Bankers' Association.

1) Se publica en el Boletín Mensual (capítulo 4, sección 4.6) y en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 9, sección 9.5).

2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST)).

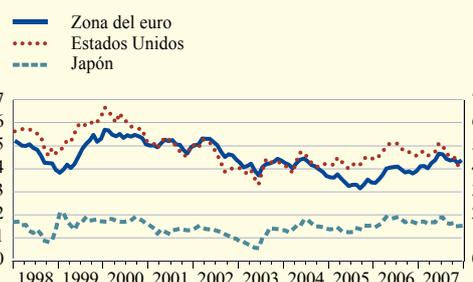
3) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST)).

4) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST)).

19. Rendimiento de la deuda pública a diez años<sup>1)</sup>

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>2)</sup>	Unión Europea	Estados Unidos <sup>3)</sup>	Japón <sup>4)</sup>
Media 1989-1998	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Ampliación de la zona del euro				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Ampliación de la zona del euro				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Fuentes: BCE, Reuters and Thomson Financial Datastream.

1) Se publica en el *Statistics Pocket Book* (capítulo 1, sección 1.2).

2) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2\\_10Y.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD)).

3) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD)).

4) Se puede acceder a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» del BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD)).

NOTAS GENERALES

En el anejo se presenta la evolución de los principales indicadores estadísticos durante los diez últimos años y, en la medida de lo posible, el valor medio de cada indicador durante los diez años anteriores a la introducción del euro. Los datos que figuran en los cuadros se expresan en base anual y, salvo indicación en contrario, describen tasas de variación interanual.

La mayoría de las series de datos sobre la zona del euro corresponden al grupo Euro-13 (incluida Eslovenia). No obstante, los datos sobre finanzas públicas se refieren al grupo Euro-15 (incluidos Chipre y Malta) y, en el caso de los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC, las series estadísticas correspondientes a la zona del euro abarcan a todos los Estados miembros de la UE que adoptaron el euro en el momento al que se refieren las estadísticas (véase una descripción detallada en las Notas Generales de la sección de Estadísticas del Boletín Mensual). El cambio en la composición de la zona del euro se indica en los cuadros mediante una línea horizontal.

