



BANCO CENTRAL EUROPEO

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

2004

BANCO CENTRAL EUROPEO LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE 2004





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

© BCE ECB EZB EKT EKP

1000

D 001 A1 100 EURO 100 EY  
EURO 100 EYPO 100 EURO 1  
100 EYPO 100 EURO 100 EY  
EURO 100 EYPO 100 EURO 10  
EYPO 100 EURO 100 EY  
100 EYPO 100 EURO 100  
100 EURO 100 EY  
EURO 100 EY  
100 EURO 100  
EURO 100  
100 EY  
EURO 100  
100 EY  
EURO 100  
100 EY

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

**2004**

© Banco Central Europeo, 2004

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Alemania

**Apartado de correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Alemania

**Teléfono**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de datos para elaborar las estadísticas incluidas en este informe se ha cerrado en junio del 2003.*

ISBN 92-9181-523-3 (edición impresa)  
ISBN 92-9181-524-1 (edición electrónica)

# ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO 1</b>	
Marco institucional de la política monetaria única	9
<b>CAPÍTULO 2</b>	
<b>Estructura económica y financiera de la zona del euro</b>	<b>17</b>
2.1 Principales características de la economía real	17
2.2 Mercado de trabajo	19
2.3 Sector AAPP	21
2.4 Comercio exterior	24
2.5 Estructura financiera	26
2.6 Mercados financieros	30
2.7 Intermediarios financieros	35
<b>CAPÍTULO 3</b>	
<b>Estrategia de política monetaria del BCE</b>	<b>41</b>
3.1 Papel de la política monetaria y ventajas de la estabilidad de precios	41
3.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria	44
3.3 Estrategia de política monetaria del BCE: principios generales	50
3.4 Definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE	51
3.5 Análisis de los riesgos para la estabilidad de precios en la estrategia de política monetaria del BCE	55
3.6 Rendición de cuentas, transparencia y comunicación	68
<b>CAPÍTULO 4</b>	
<b>Instrumentación de la política monetaria</b>	<b>73</b>
4.1 Principios generales y objetivos del diseño del marco operativo	73
4.2 Panorámica general del marco operativo del Eurosistema	75
4.3 Reservas mínimas	79
4.4 Operaciones de mercado abierto	82
4.5 Facilidades permanentes	87
4.6 Liquidez del banco central y necesidades de liquidez del sistema bancario	88
4.7 Experiencia desde enero del año 1999 a junio del 2003	92
<b>CAPÍTULO 5</b>	
<b>Ejecución de la política monetaria en los primeros años de la política monetaria única</b>	<b>95</b>
5.1 Introducción	95
5.2 Evolución general	97
5.3 Evaluación de la política monetaria durante este período	103

## **ANEXO**

Las tres fases de la unión económica y monetaria	<b>105</b>
--	------------

<b>GLOSARIO</b>	<b>109</b>
-----------------	------------

<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>125</b>
---------------------	------------

<b>ÍNDICE ALFABÉTICO DE TÉRMINOS</b>	<b>131</b>
--------------------------------------	------------

## **RECUADROS**

1.1 Principales disposiciones extraídas del Tratado y de los Estatutos del SEBC	<b>14</b>
2.1 Acuerdos institucionales para garantizar unas finanzas públicas saneadas en la UE	<b>23</b>
2.2 Mercados financieros: términos clave	<b>30</b>
2.3 Agregados monetarios	<b>37</b>
3.1 Resultados empíricos de la transmisión de la política monetaria en la zona del euro	<b>48</b>
3.2 Construcción y características del IAPC	<b>52</b>
3.3 La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE	<b>56</b>
3.4 Estrategias de política monetaria alternativas	<b>58</b>
3.5 Estadísticas relacionadas con la evolución económica y financiera de la zona del euro	<b>60</b>
3.6 Dinero y precios en el largo plazo	<b>64</b>
3.7 El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario	<b>65</b>
3.8 Principales canales de comunicación utilizados por el BCE	<b>71</b>
4.1 Entidades de contrapartida y activos de garantía	<b>76</b>
4.2 Modificación del plazo de las operaciones principales de financiación y del calendario de los períodos de mantenimiento de reservas a partir de marzo del 2004	<b>83</b>
4.3 Tipos de operaciones de mercado abierto	<b>85</b>

## **CUADROS**

2.1 Principales características de la economía real de la zona del euro en el año 2002	<b>18</b>
2.2 Tasas de actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos en el año 2002	<b>20</b>
2.3 Comercio exterior de bienes de la zona del euro en el año 2002	<b>25</b>
2.4 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a finales del año 2002	<b>28</b>
2.5 Saldos vivos de valores distintos de acciones a corto plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	<b>32</b>
2.6 Saldos vivos de valores distintos de acciones a largo plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	<b>33</b>

2.7	Saldos vivos de valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2002	<b>33</b>
2.8	Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	<b>34</b>
2.9	Número de sociedades nacionales y extranjeras cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	<b>35</b>
2.10	Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro	<b>36</b>
2.11	Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro	<b>38</b>
2.12	Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2002	<b>40</b>
3.1	Estimaciones de las respuestas del PIB real y de los precios de consumo a un aumento de 1 punto porcentual del tipo de interés oficial de la zona del euro	<b>48</b>
3.2	Ponderaciones de los principales componentes del IAPC de la zona del euro aplicadas en el año 2003	<b>52</b>
4.1	Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema	<b>75</b>
4.2	Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas	<b>79</b>
4.3	Estructura del balance de un banco central	<b>89</b>
4.4	Contribuciones a la liquidez de sistema bancario	<b>90</b>

## **GRÁFICOS**

1.1	Órganos rectores del BCE	<b>10</b>
2.1	Población en el año 2002 por grupos de edad	<b>17</b>
2.2	Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	<b>19</b>
2.3	Déficit y deuda de las Administraciones Públicas en la zona del euro	<b>22</b>
2.4	Ponderaciones del comercio exterior de los 20 principales socios comerciales de la zona del euro	<b>25</b>
2.5	Funciones de los sistemas financieros	<b>27</b>
2.6	Distribución porcentual de M3 por componentes a finales del año 2002	<b>38</b>
2.7	Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales del año 2002	<b>39</b>
3.1	Mecanismo de transmisión desde los tipos de interés hasta los precios	<b>45</b>
3.2	La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad	<b>68</b>
4.1	Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA	<b>78</b>
4.2	Funcionamiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema	<b>80</b>
4.3	Recurso a las facilidades permanentes entre enero del año 1999 y junio del 2003	<b>87</b>
4.4	Recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento	<b>88</b>
4.5	Volumen de operaciones de financiación principales y a plazo más largo	<b>92</b>

4.6	Exigencia de reservas y factores autónomos de liquidez	<b>93</b>
5.1	Inflación medida por el IAPC	<b>96</b>
5.2	Tipo de cambio efectivo nominal del euro y precios del petróleo	<b>96</b>
5.3	M1 y préstamos al sector privado	<b>98</b>
5.4	Crecimiento de M3 y valor de referencia	<b>98</b>
5.5	PIB real, producción industrial y confianza industrial en la zona del euro	<b>99</b>
5.6	Indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro	<b>100</b>

## PRÓLOGO

Desde el 1 de enero de 1999, el Banco Central Europeo (BCE) ha ejecutado la política monetaria única de la zona del euro. El Tratado constitutivo de la Unión Europea (UE) asigna al Eurosistema el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, reflejo de un amplio consenso social acerca de que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento económico, a la creación de empleo y a la cohesión social.

En octubre de 1998, el Consejo de Gobierno adoptó su estrategia de política monetaria y la presentó ante la opinión pública con bastante antelación a la introducción de la moneda única. Esta estrategia ha proporcionado un marco sólido para la adopción de decisiones y una base para la rendición de cuentas al público, lo que era fundamental para establecer la credibilidad del BCE y la confianza en el euro desde el principio.

En sus primeros años de existencia, la política monetaria única se ha encontrado ante una serie de retos de gran importancia. El BCE tuvo que hacer frente a la cuadruplicación de los precios del petróleo y a fluctuaciones pronunciadas en los mercados de divisas y de valores. También tuvo que afrontar el período de incertidumbre en que se sumió la economía mundial en el año 2001 a raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre y de las tensiones geopolíticas que les sucedieron. Pese a este exigente entorno, el BCE ha conseguido ganar y conservar la confianza de la opinión pública y

de los mercados. La inflación se ha mantenido en niveles reducidos, a pesar de la aparición de considerables perturbaciones de carácter adverso, y los indicadores relativos a las expectativas de inflación a largo plazo han continuado siendo compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Al mismo tiempo, el Eurosistema ha desempeñado sus funciones con arreglo a los estándares técnicos más elevados. El marco operativo de la política monetaria única del Eurosistema ha funcionado con gran fluidez desde la introducción del euro en 1999 y, en consecuencia, la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo ha sido escasa.

Esta publicación ofrece una panorámica general de la política monetaria del BCE y de sus fundamentos económicos e institucionales, con el fin de dar a conocer aspectos relevantes de la política monetaria única a un público más amplio. La primera edición, realizada en el año 2001, se tradujo a la mayor parte de los idiomas oficiales de la UE, así como al chino, al japonés y al coreano. Dado el gran interés por esta publicación en Europa y allende sus fronteras, y teniendo presentes los acontecimientos de los últimos dos años, el BCE ha decidido publicar una versión actualizada.

La estructura de esta segunda edición es similar a la de la primera, a la que añade una actualización de la estructura económica y financiera de la zona del euro. La publicación se ha revisado de acuerdo con la ratificación

y la clarificación de la estrategia de política monetaria del BCE que efectuó el Consejo de Gobierno en mayo del 2003. También se han considerado algunas modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema y la experiencia adquirida en la formulación de la política monetaria desde la publicación de la primera edición.

Estoy seguro de que esta nueva edición de «La política monetaria del BCE» contribuirá a una mejor comprensión de la política monetaria del BCE.

Fráncfort del Meno, enero del 2004

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by the name 'Trichet' in a cursive script.

Jean-Claude Trichet

## I MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

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

### El BCE, el SEBC y el Eurosistema

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

La base jurídica de la política monetaria única es el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea en su versión modificada. En el recuadro 1.1 se recogen algunos extractos de las disposiciones legales más relevantes<sup>1</sup>.

... y establece el BCE y el SEBC

De conformidad con lo dispuesto en el Tratado y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC), que figuran como Protocolo anejo al Tratado, se crearon el BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), estableciéndose como fecha de constitución de ambos el 1 de junio de 1998. El SEBC está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de todos los Estados miembros de la UE (apartado 1 del artículo 107 del Tratado)<sup>2</sup>.

El término «Eurosistema» se refiere al BCE y a los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro<sup>3</sup>. Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado esta moneda, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC. El término «zona del euro» se refiere al área que comprende los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro.

Los términos «Eurosistema» y «zona del euro»

### Objetivo de la política monetaria única y funciones del Eurosistema

Con arreglo al apartado 1 del artículo 105 del Tratado —que no se refiere al Eurosistema sino al SEBC, dado que su redacción se basó en que, en última instancia, todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro—, «el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios» y «sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas

Importancia primordial de la estabilidad de precios

<sup>1</sup> En junio del 2003, la Convención sobre el futuro de Europa presentó al Consejo Europeo un proyecto de Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa («proyecto de Constitución»). El proyecto de Constitución se debatió a finales del 2003 en la Conferencia Intergubernamental sobre el futuro de la Unión. Las principales disposiciones relativas a la política monetaria única se incluyeron en el proyecto de Constitución, sin modificaciones de fondo.

<sup>2</sup> A diferencia del SEBC, el BCE tiene personalidad jurídica propia, que le viene conferida por el Tratado; los BCN tienen personalidad jurídica propia en virtud de la legislación nacional de sus respectivos países.

<sup>3</sup> Los gobernadores de los BCN de los Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro no participan en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona del euro, y los BCN de estos Estados miembros no participan en la ejecución de estas decisiones.

económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2». Entre dichos objetivos figuran «un alto nivel de empleo (...), un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos». Por lo tanto, el Tratado establece claramente un orden de prioridad para los objetivos del Eurosistema, atribuyendo una importancia preponderante a la estabilidad de precios. Al centrar la política monetaria del BCE en este objetivo primordial, el Tratado establece sin lugar a dudas que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede ofrecer para conseguir un entorno económico favorable y un elevado nivel de empleo.

- realizar operaciones de divisas;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

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

**Funciones básicas del Eurosistema**

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

- definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro;

**Gráfico I.1 Órganos rectores del BCE**



## Órganos rectores del BCE

Los órganos rectores del BCE a los que corresponde la responsabilidad de la formulación y la ejecución de la política monetaria única son el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo (véase gráfico 1.1). El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE.

### Consejo de Gobierno del BCE

El Consejo de Gobierno del BCE está compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de la zona del euro (doce gobernadores en el 2003). Tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo están presididos por el presidente del BCE o, en ausencia de éste, por el vicepresidente. Las responsabilidades del Consejo de Gobierno son:

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

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

### Comité Ejecutivo del BCE

El Comité Ejecutivo del BCE está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, todos ellos nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro. Con arreglo a los artículos 12.1 y 12.2 de los Estatutos del

SEBC, las responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

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

El Consejo General del BCE está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de todos los Estados miembros de la UE (quince en el 2003; veinticinco a partir del 1 de mayo de 2004, como consecuencia de la ampliación de la UE). El Consejo General, que se mantendrá mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado el euro, no participa en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona del euro y desempeña las funciones, heredadas del Instituto Monetario Europeo (IME)<sup>4</sup>, que todavía han de llevarse a cabo precisamente porque no todos los Estados miembros han adoptado el euro. De conformidad con los artículos 44, 45 y 47 de los Estatutos del SEBC y con el apartado 2 del artículo 117 del Tratado, el Consejo General colaborará en:

### Consejo General del BCE

- la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro y del BCE, con el fin de garantizar la estabilidad de precios;

<sup>4</sup> El IME fue creado el 1 de enero de 1994 y su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del BCE. Además de realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del SEBC, el IME era responsable de reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias. Para más detalles sobre la historia de la Unión Económica y Monetaria (UEM), véase también el anexo.

- la recopilación de información estadística;
- las obligaciones de información del BCE;
- los preparativos necesarios para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

### Sistema de votación del Consejo de Gobierno

Principios básicos

En virtud de los Estatutos del SEBC, en las decisiones relativas a la política monetaria y a las demás funciones desempeñadas por el Eurosistema, el Consejo de Gobierno decide por mayoría simple. Las decisiones relativas a la política monetaria de la zona del euro han de formularse desde la perspectiva de la zona. Cada miembro del Consejo de Gobierno dispone de un voto. En caso de empate, el voto decisivo corresponde al presidente del BCE. En la adopción de decisiones, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan en calidad de representantes nacionales, sino a título totalmente personal e independiente.

Modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno deberá también adoptar decisiones con eficacia y rapidez en una zona del euro ampliada. A estos efectos, antes de la adhesión de diez nuevos países a la UE el 1 de mayo de 2004, el Consejo Europeo aprobó, el 21 de marzo de 2003, una reforma de los Estatutos del SEBC, que modifica el derecho de voto del Consejo de Gobierno<sup>5</sup>. Según el nuevo sistema de votación, los seis miembros del Comité Ejecutivo mantendrán un derecho de voto permanente, pero los derechos de voto de los gobernadores de los BCN estarán sometidos a rotación desde el

momento en que el número de países de la zona del euro exceda de quince. Sin embargo, todos los gobernadores participarán en todas las reuniones del Consejo de Gobierno, tengan o no el derecho de voto en ese momento.

### Independencia de los bancos centrales

El marco institucional de la política monetaria única establece la independencia de los bancos centrales de toda influencia política. Un extenso análisis teórico, basado en una evidencia empírica considerable, indica que la independencia de los bancos centrales propicia el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Independencia de toda influencia política

El artículo 108 del Tratado establece el importante principio de la independencia de los bancos centrales. En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les son asignadas, ni el BCE, ni los BCN, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y los organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y los organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, deberán también respetar este principio y no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE.

Existen, asimismo, otras disposiciones destinadas a garantizar la independencia del Eurosistema y de los órganos rectores del BCE. Los mecanismos financieros del BCE están separados de los de la Comunidad Europea. El BCE tiene su propio presupuesto, y su capital es suscrito y desembolsado

Otras disposiciones que contribuyen a garantizar la independencia

<sup>5</sup> Esta decisión fue presentada a todos los Estados miembros, para su ratificación de conformidad con sus respectivos requerimientos constitucionales.

por los BCN de la zona del euro. El hecho de que el mandato de los miembros del Consejo de Gobierno sea por un período prolongado y que el de los miembros del Comité Ejecutivo no pueda renovarse contribuye a minimizar la posible influencia política en los miembros de los órganos rectores del BCE. Además, el Tratado protege la independencia del Eurosistema al prohibir que éste financie al sector público (véase recuadro 2.1).

La política cambiaria debe centrarse también en la estabilidad de precios

El Tratado contiene también disposiciones encaminadas a garantizar el pleno respeto del objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios por la política cambiaria única. Si bien el Tratado prevé que el Consejo ECOFIN y el BCE compartan la responsabilidad de las decisiones de política cambiaria, las disposiciones que figuran en él garantizan que la política cambiaria sea totalmente coherente con el objetivo principal de la política monetaria única. En primer lugar, el artículo 4 del Tratado establece explícitamente que el objetivo primordial de las políticas monetaria y cambiaria es mantener la estabilidad de precios. En segundo lugar, en lo que respecta al marco general en el

que debe ejecutarse la política cambiaria, el Tratado exige que las decisiones que se adopten en este ámbito respeten dicho objetivo. Por último, la competencia exclusiva de decidir y realizar operaciones en el mercado de divisas recae en el Eurosistema.

### Obligaciones de información

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

Disposiciones que obligan a rendir cuentas

## **Recuadro I.1 Principales disposiciones extraídas del Tratado y de los Estatutos del SEBC**

En el presente recuadro se recogen algunas de las principales disposiciones sobre política monetaria extraídas del Tratado y de los Estatutos del SEBC. Los textos jurídicos completos pueden consultarse en: [www.eu.int](http://www.eu.int) y [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

### **I. EXTRACTOS DEL TRATADO CONSTITUTIVO DE LA COMUNIDAD EUROPEA**

#### **Artículo 2**

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

#### **Artículo 4**

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

#### **Artículo 105**

1. El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 4.
2. Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán:
  - definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;
  - realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 111;
  - poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;

- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.
3. Lo dispuesto en el tercer guión del apartado 2 se entenderá sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de maniobra en divisas por parte de los Gobiernos de los Estados miembros.
  4. El BCE será consultado:
    - sobre cualquier propuesta de acto comunitario que entre en su ámbito de competencia;
    - por las autoridades nacionales acerca de cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y en las condiciones establecidas por el Consejo con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 6 del artículo 107. El BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios o a las autoridades nacionales pertinentes acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.
  5. El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.
  6. El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión, previa consulta al BCE y previo dictamen conforme del Parlamento Europeo, podrá encomendar al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.

#### **Artículo 107**

1. El SEBC estará compuesto por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros.
2. El BCE tendrá personalidad jurídica propia.
3. El SEBC será dirigido por los órganos rectores del BCE, que serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. [...]

#### **Artículo 108**

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

## **2. EXTRACTOS DEL PROTOCOLO (Nº18) SOBRE LOS ESTATUTOS DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

#### **Artículo 12 (Responsabilidades de los órganos rectores)**

1. El Consejo de Gobierno adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo al Tratado y al presente Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Comunidad, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento. El Comité Ejecutivo pondrá en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno. Al hacerlo impartirá las instrucciones necesarias a los bancos centrales nacionales. El Comité Ejecutivo podrá también recibir la delegación de determinados poderes, cuando así lo disponga el Consejo de Gobierno. En la medida en que se estime posible y adecuado, y

sin perjuicio de lo dispuesto en el presente artículo, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC.

2. El Comité Ejecutivo se encargará de la preparación de las reuniones del Consejo de Gobierno. [...]

#### **Artículo 15 (Obligaciones de información)**

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

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

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

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

#### **Artículo 17 (Cuentas con el BCE y los bancos centrales nacionales)**

Con el fin de realizar sus operaciones, el BCE y los bancos centrales nacionales podrán abrir cuentas a entidades de crédito, a entidades públicas y a otros participantes en el mercado, así como aceptar activos, incluidos valores representados mediante anotaciones en cuenta, como garantía.

#### **Artículo 18 (Operaciones de mercado abierto y de crédito)**

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

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

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

#### **Artículo 19 (Reservas mínimas)**

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

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

## 2 ESTRUCTURA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA ZONA DEL EURO

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

### 2.1 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA ECONOMÍA REAL

características macroeconómicas de la zona del euro.

La economía de la zona del euro es la segunda mayor del mundo

Si bien los distintos países que ahora forman parte de la zona del euro pueden considerarse economías relativamente pequeñas y abiertas, la zona en su conjunto constituye una economía grande, mucho más cerrada. Por lo tanto, sus características estructurales resultan más comparables con las de Estados Unidos o Japón que con las de los países que la integran. En el cuadro 2.1 se presentan algunas de las principales

En términos de población, la zona del euro es la mayor economía desarrollada del mundo: en el año 2002, su población era de 308 millones de habitantes, ligeramente superior a la de Estados Unidos y más del doble de la de Japón. El gráfico 2.1 presenta la estructura de edades de la población de la zona del euro y de Estados Unidos, destacando que, en promedio, los países de la zona registran un porcentaje algo más bajo

Población

Gráfico 2.1 Población en el año 2002 por grupos de edad



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Census.

**Cuadro 2.1 Principales características de la economía real de la zona del euro en el año 2002**

	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón
Población <sup>1)</sup>	millones	307,8	287,5	127,3 <sup>2)</sup>
PIB (porcentaje del PIB mundial) <sup>3)</sup>	%	15,7	21,1	7,1
PIB per cápita <sup>3)</sup>	miles de euros	23,0	32,3	23,4 <sup>2)</sup>
Sectores de producción <sup>4)</sup>				
Agricultura, pesca, silvicultura	% del PIB	2,3	1,3	1,3 <sup>2)</sup>
Industria (incluida construcción)	% del PIB	27,4	21,6	29,4 <sup>2)</sup>
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	% del PIB	70,6	77,1	69,3 <sup>2)</sup>
Tasa de paro (porcentaje de la población activa)				
	%	8,4	5,8	5,4
Tasa de actividad				
	%	68,2	76,4	72,7 <sup>2)</sup>
Tasa de ocupación <sup>5)</sup>				
	%	62,4	71,9	69,1 <sup>2)</sup>
Administraciones Públicas				
Superávit (+) o déficit (-)	% del PIB	-2,2	-3,4	-6,7
Deuda bruta <sup>6)</sup>	% del PIB	69,2	59,2	154,4
Ingresos	% del PIB	46,1	30,8	33,5
de los cuales, impuestos directos	% del PIB	12,2	12,8	9,1
de los cuales, impuestos indirectos	% del PIB	13,4	7,7	8,5
de los cuales, cotizaciones sociales	% del PIB	16,0	7,2	10,8
Gastos	% del PIB	48,4	34,2	40,2
de los cuales, consumo final	% del PIB	20,3	15,6	17,8
de los cuales, transferencias sociales	% del PIB	17,0	12,1	10,7
Exportaciones de bienes <sup>7)</sup>	% del PIB	15,0	6,5	8,7 <sup>2)</sup>
Exportaciones de bienes y servicios <sup>7)</sup>	% del PIB	19,7	9,3	10,7 <sup>2)</sup>
Importaciones de bienes <sup>7)</sup>	% del PIB	13,2	11,1	7,4 <sup>2)</sup>
Importaciones de bienes y servicios <sup>7)</sup>	% del PIB	17,7	13,3	10,1 <sup>2)</sup>
Exportaciones (porcentaje de las exportaciones mundiales) <sup>8)</sup>	%	31,2	12,4	5,8
Balanza por cuenta corriente <sup>7)</sup>	% del PIB	0,9	-4,6	2,8

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

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

1) Zona del euro: media anual; Estados Unidos: mediados de año; Japón: 1 de octubre.

2) Datos del año 2001.

3) Los datos de Estados Unidos y Japón se han convertido a euros a las paridades del poder adquisitivo (PPA) de la OCDE.

4) Basado en el valor añadido real.

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

6) Para la zona del euro: deuda pública bruta según la definición establecida en el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo.

7) Datos de la balanza de pagos: para la zona del euro, sólo comercio con el exterior.

8) Perspectivas de la economía mundial del FMI; la participación de la zona del euro en las exportaciones mundiales incluye el comercio, que representa aproximadamente el 50% de sus exportaciones totales entre los países de la zona.

**Gráfico 2.2 Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón**

(en porcentaje de la población activa; datos anuales)



Fuente: Comisión Europea.

de personas muy jóvenes y un porcentaje sensiblemente más alto de personas de más edad.

**Participación en el PIB mundial**

En el 2002, la participación de la zona del euro en el PIB mundial (expresada en términos de paridad del poder adquisitivo) se situó en el 15,7%, frente al 21,1% de Estados Unidos y al 7,1% de Japón. Por su parte, la participación de cada uno de los países miembros de la zona fue significativamente menor, alcanzando la mayor economía el 4,4% del PIB mundial.

**Los servicios representan el porcentaje más alto del PIB de la zona del euro**

La estructura de producción de la zona del euro se asemeja bastante a las de Estados Unidos y Japón en cuanto a que los servicios concentran la mayor proporción del producto total. No obstante, existe una gran diferencia entre Estados Unidos y la zona del euro en lo que se refiere a la participación de los sectores público y privado en los servicios. Concretamente, la participación del sector público en Estados Unidos es relativamente pequeña, mientras que en

la economía de la zona del euro es mucho mayor. En estos países, al igual que en Japón, la industria ocupa el segundo lugar en cuanto a la participación en el producto, puesto que, al ser economías muy desarrolladas, la importancia de la agricultura, la pesca y la silvicultura es relativamente reducida.

**2.2 MERCADO DE TRABAJO**

La tasa de paro de la zona del euro, es decir, el número de personas desempleadas en relación con la población activa, alcanzó niveles muy altos en los años ochenta y noventa, manteniéndose, en promedio, muy por encima de la de Estados Unidos (véase gráfico 2.2). Esta disparidad refleja diferencias estructurales entre los mercados de trabajo estadounidense y de la zona del euro, que han dado lugar a que el nivel de desempleo estructural sea más elevado en esta última. En la década de los noventa se adoptaron en los países de la zona reformas que afectaron, con distinta intensidad, a las caracterís-

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

**Cuadro 2.2 Tasas de actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos en el año 2002**

(en porcentaje de la población en edad de trabajar)

	Zona del euro			Estados Unidos		
	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total
Todos los grupos	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15-24 <sup>1)</sup>	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25-34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35-44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45-54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55-59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60-64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

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

ticas institucionales de los mercados de trabajo. Aunque en algunos casos estas reformas lograron reducir significativamente la tasa de paro, siguen existiendo rigideces estructurales que explican los elevados niveles de paro que aún persisten en la zona del euro. En el año 2002, la tasa media de paro de la zona se situó en el 8,4%, porcentaje que corresponde, aproximadamente, a 11,7 millones de parados.

es mucho más reducida que la de los jóvenes estadounidenses, lo que podría guardar relación con las diferencias existentes en las tradiciones y en las estructuras de los sistemas educativos y sociales. Además, los trabajadores de la zona del euro suelen dejar de pertenecer a la población activa a una edad más temprana que en Estados Unidos. Por su parte, las tasas de actividad de los trabajadores de 25 a 44 años son bastante similares.

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

Cabe destacar que, junto con una tasa de paro relativamente alta, la zona del euro registra también una tasa de actividad relativamente baja (véase cuadro 2.2). Aunque la diferencia se ha reducido ligeramente con el tiempo, en el 2002 la tasa de actividad de la zona del euro (68,2%) fue manifiestamente inferior a la de Estados Unidos (76,4%). En ese año, la diferencia con respecto a Estados Unidos se situó en torno a 11 puntos porcentuales en el caso de las mujeres, alrededor del doble que en el caso de los hombres. La menor tasa de actividad total que registra la zona del euro en comparación con Estados Unidos refleja, principalmente, diferencias en los colectivos de personas más jóvenes y de personas de mayor edad. En general, la participación de los europeos más jóvenes en la población activa

La menor tasa de actividad, combinada con una tasa de desempleo más elevada, se traduce en una tasa de ocupación (medida por el número de personas empleadas en porcentaje de la población con edades comprendidas entre 15 y 64 años) mucho más baja en la zona del euro que en Estados Unidos o en Japón. Mientras que en la zona del euro dicha tasa se situó justo por encima del 62% en el año 2002, en Estados Unidos y en Japón se mantuvo en torno al 70% (véase cuadro 2.1). La tasa de ocupación relativamente reducida y el menor número de horas trabajadas por asalariado constituyen uno de los principales motivos por los que el PIB per cápita de la zona del euro es inferior al de Estados Unidos.

La tasa de ocupación es también relativamente reducida en la zona del euro

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

Los aspectos institucionales del mercado de trabajo, tales como la legislación relativa a la protección del empleo, los sistemas de prestaciones por desempleo, el proceso de formación de los salarios y la tributación del factor trabajo, entre otros, inciden de forma notable en la evolución económica. Por ejemplo, las rigideces estructurales de los mercados de trabajo reducen la velocidad de ajuste de la economía ante perturbaciones adversas, por lo que tales rigideces suelen estar asociadas a tasas de desempleo relativamente altas y persistentes. Además, tienden a frenar el ritmo al que una economía puede crecer sin alimentar presiones inflacionistas.

### 2.3 SECTOR AAPP

Las políticas presupuestarias afectan a la economía

Las políticas presupuestarias inciden notablemente en el crecimiento económico y en la inflación. Por ello, es importante que las autoridades monetarias sigan muy de cerca la evolución de dichas políticas, que influyen en la economía y en los precios a través de numerosos cauces. El nivel y la composición del gasto y los ingresos públicos, así como los déficit presupuestarios y la deuda pública son variables fundamentales en este proceso.

Una política presupuestaria saneada es necesaria para la estabilidad macroeconómica

Las políticas presupuestarias siguen siendo competencia exclusiva de los Estados miembros en la tercera fase de la UEM. Sin embargo, existen en la UE varios mecanismos institucionales encaminados a velar por la solidez de las finanzas públicas (véase recuadro 2.1). En particular, el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, que contempla el Tratado y que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento desarrolla y clarifica, tiene por objeto limitar los riesgos para la estabilidad de precios que, de otra forma, podrían entrañar las políticas presupuestarias nacionales.

Por ejemplo, un aumento excesivo del gasto público en un momento en el que la economía ya está operando a niveles próximos a su plena capacidad podría, al estimular la demanda agregada, producir estrangulamientos y generar presiones inflacionistas. Los desequilibrios fiscales, con abultados déficit presupuestarios y volúmenes de deuda pública crecientes, han caracterizado muchos episodios de inflación a lo largo de la historia. Por tanto, la disciplina presupuestaria es un componente básico de la estabilidad macroeconómica. Los altos niveles de deuda pública pueden resultar tan nocivos como los desequilibrios presupuestarios. Si cada año un Gobierno tiene que hacer frente a unos gastos elevados en concepto de intereses, la situación presupuestaria puede tornarse insostenible y, por ende, poner en peligro la estabilidad de precios. Los altos niveles de endeudamiento pueden también afectar negativamente a la economía real y al entorno financiero. Concretamente, si el Gobierno recurre en exceso a los mercados de capitales, el coste del capital tiende a aumentar, lo que puede dar lugar a una reducción («desplazamiento») de la inversión privada. Habida cuenta de los problemas que pueden entrañar los desequilibrios presupuestarios, evitar déficit excesivos representa un compromiso importante de mantener políticas presupuestarias que propicien la estabilidad macroeconómica general.

El peso del sector de las Administraciones Públicas (es decir, las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social) en la economía es mayor en la zona del euro que en Estados Unidos o en Japón. En el año 2002, en la zona del euro, el gasto público representó el 48% del PIB, y los ingresos públicos ascendieron al 46% del PIB. En cam-

La proporción relativamente importante del gasto público en el PIB de la zona del euro...

### Gráfico 2.3 Déficit y deuda de las Administraciones Públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Los datos sobre déficit excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS, que fueron particularmente significativos en el año 2000 (1,1% del PIB).

bio, en Estados Unidos, el sector de las Administraciones Públicas supuso alrededor del 34% del PIB, medido en términos de gasto, y en torno al 31%, en términos de ingresos. En el mismo año, en Japón la ratio de gasto público en relación con el PIB fue aproximadamente del 40%, mientras que la de ingresos se situó en torno al 34%, lo que indica la existencia de un abultado déficit público (véase cuadro 2.1).

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

La proporción relativamente importante del gasto público en el PIB de la zona del euro refleja, concretamente, el alto porcentaje del consumo público final y de las transferencias sociales a los hogares. Estas disparidades entre países tienen su origen, en parte, en diferencias en la distribución de funciones entre los sectores público y privado. Debido a las características de los sistemas de seguridad social en Europa, la estructura de edades de la población de la zona del euro también contribuye al elevado nivel de gasto público. Como puede observarse en el gráfico 2.1, la población de la zona del euro es, en promedio, de mayor edad que la de Estados Unidos, y ello afecta a los gastos

en pensiones y sanidad. A menos que se emprendan reformas en los Estados miembros afectados, la situación se exacerbará en el futuro con el envejecimiento previsto de la población.

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

Ingresos públicos

El gasto público superó los ingresos públicos en la zona del euro durante todo el período 1970-2002, de modo que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas registró un déficit en cada uno de estos años. El déficit aumentó hasta casi el 6% del PIB en 1993, pero fue disminuyendo paulatinamente hasta situarse en el 1% del PIB en el año 2000 (véase gráfico 2.3). Posteriormente, las finanzas públicas volvieron a deteriorarse. En el 2002 el déficit al-

Déficit presupuestario

## Recuadro 2.1 Acuerdos institucionales para garantizar unas finanzas públicas saneadas en la UE

Si bien el Tratado establece una política monetaria única, mantiene las competencias nacionales en otros ámbitos de la política económica, como son las políticas presupuestarias. Sin embargo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 99 del Tratado, los Estados miembros «considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común».

Por otro lado, el Tratado contiene varias disposiciones encaminadas a asegurar unas finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la UEM, dado que la política presupuestaria continúa siendo competencia de los Gobiernos nacionales. Una de estas disposiciones se refiere al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, tal como viene definido en el artículo 104 y en un protocolo anejo al Tratado. Este procedimiento establece las condiciones que deben concurrir para considerar que una situación presupuestaria es saneada. El artículo 104 dispone que «los Estados miembros evitarán déficit públicos excesivos». Para evaluar el cumplimiento de esta exigencia se establecen valores de referencia para el déficit público (3% del PIB) y la deuda pública (60% del PIB). En las condiciones definidas en el Tratado y especificadas en el Pacto, es decir, una reducción anual del PIB real de al menos un 2%, se podrán admitir déficit o deudas superiores a los valores de referencia sin que se considere, por ello, que existe un déficit excesivo. En caso de que el Consejo de la UE decida que en un Estado miembro determinado existe un déficit excesivo, el procedimiento establece las medidas, incluidas las sanciones, que han de adoptarse.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptado en 1997, complementa y clarifica la aplicación del procedimiento de déficit excesivo. El Pacto está constituido por la Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el «Reglamento del Consejo relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas» y el «Reglamento del Consejo relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo». Al suscribir el Pacto, los Estados miembros se han comprometido a perseguir el objetivo de alcanzar a medio plazo una situación presupuestaria «próxima al equilibrio o con superávit». Se considera que tal situación permitiría hacer frente a los efectos que las fluctuaciones cíclicas normales pudieran tener sobre el presupuesto, sin superar el valor de referencia del 3% del PIB.

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

Una contribución fundamental al fomento de políticas presupuestarias orientadas hacia la estabilidad la proporciona la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» del Tratado. Con arreglo al apartado 1 del artículo 103 del Tratado, «La Comunidad no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los

Estados miembros (...). Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro». Esta cláusula garantiza que la responsabilidad de reembolsar la deuda pública permanezca en el ámbito nacional, propiciando así unas políticas fiscales nacionales prudentes.

Otras disposiciones destinadas a potenciar la disciplina presupuestaria son las prohibiciones de financiación monetaria de los déficit públicos y de acceso privilegiado a las entidades financieras por parte del sector público. El artículo 101 del Tratado prohíbe al BCE y a los BCN financiar déficit públicos mediante «descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros». El artículo 102 del Tratado prohíbe cualquier medida que pueda establecer un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones u organismos públicos y comunitarios. Además de aumentar los incentivos para lograr unas finanzas públicas saneadas y adoptar unas políticas presupuestarias prudentes, estas disposiciones contribuyen a potenciar la credibilidad de la política monetaria única encaminada al mantenimiento de la estabilidad de precios.

El Tratado establece, asimismo, que el Consejo de la UE, sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea, adoptará unas Orientaciones generales de política económica, que proporcionarán el marco para la definición de los objetivos y orientaciones de política económica de los Estados miembros y de la Comunidad Europea. En la medida en que todos los Estados miembros han de enfrentarse prácticamente a los mismos retos y tienen las mismas necesidades en lo que a política económica se refiere, las citadas Orientaciones incluyen algunas recomendaciones aplicables a todos ellos. Al mismo tiempo, reflejando la diversidad de los países en términos de perspectivas y resultados económicos, así como de estructuras e instituciones, las Orientaciones formulan también recomendaciones específicas para cada país. De conformidad con el Tratado, las Orientaciones deben respetar la independencia del Eurosistema en la consecución de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, y no pretender influir en su política monetaria.

canzó el 2,2% del PIB y, en algunos países, rebasó incluso el valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Tratado (véase recuadro 2.1).

en relación con el PIB de Estados Unidos se situó en un nivel ligeramente inferior, el 59%, mientras que en Japón fue del 154%.

#### Deuda bruta de las Administraciones Públicas

La deuda bruta total de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzó un máximo equivalente al 75,4% del PIB en el período 1996-1997, después de registrar un rápido aumento en las dos décadas anteriores. A partir de este máximo, la deuda fue reduciéndose de forma continua, hasta el 69,2% del PIB observado en el 2002. En ese mismo año, la deuda

#### 2.4 COMERCIO EXTERIOR

Aunque la economía de la zona del euro puede verse afectada significativamente por la evolución de la economía mundial, el hecho de ser una economía mucho menos abierta que la de cada uno de los países que la integran tiende a limitar el impacto de la evolución económica exterior y, en

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

**Cuadro 2.3 Comercio exterior de bienes de la zona del euro en el año 2002**

(en porcentaje del total)		
	Exportaciones	Importaciones
Total	100	100
<i>del cual:</i>		
Maquinaria y material de transporte	45,8	36,5
Productos químicos	14,8	10,0
Materias primas	1,8	4,5
Energía	2,1	13,7
Alimentación, bebidas y tabaco	6,0	6,0
Otros productos manufacturados	26,4	26,0
Otros	3,1	3,3

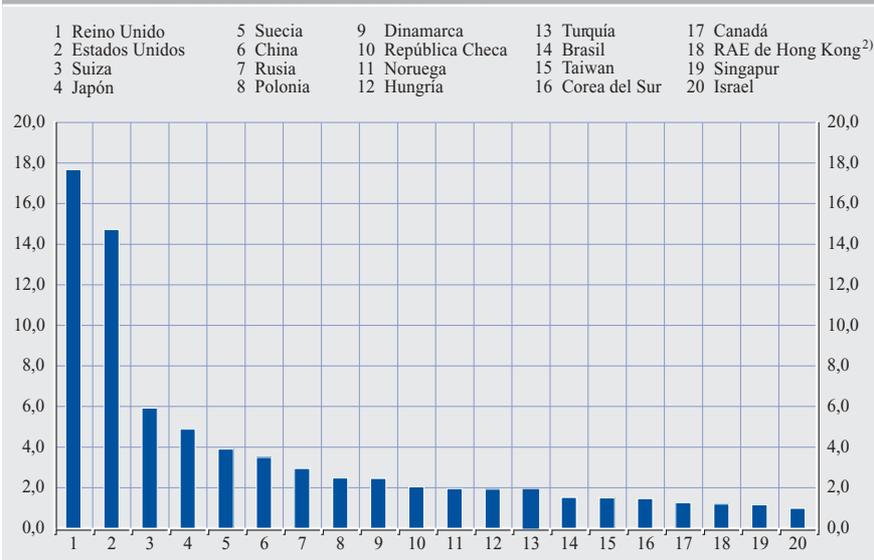
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

particular, de las fluctuaciones de los precios exteriores en los precios internos de la zona. Con todo, la zona del euro sigue siendo una economía más abierta que Estados Unidos o Japón. Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la zona, en porcentaje del PIB, fueron en el año 2002 notablemente más altas que las cifras correspondientes de Estados Unidos y Japón (véase cuadro 2.1).

En cuanto a la composición del comercio exterior, cerca de tres cuartas partes de las importaciones y de las exportaciones de la zona del euro corresponden al comercio de bienes. Dentro de esta categoría, en el 2002, la maquinaria y el material de transporte representaron casi la mitad de las exportaciones y constituyeron también el porcentaje más alto de las importaciones (véase cuadro 2.3). El segundo componente

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

**Gráfico 2.4 Ponderaciones del comercio exterior<sup>1)</sup> de los 20 principales socios comerciales de la zona del euro**



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

1) Las ponderaciones del comercio exterior son la suma de las exportaciones y las importaciones expresadas en porcentaje del total de las exportaciones e importaciones de la zona del euro y son medias para el período 1996-2002.

2) Región Administrativa Especial.

en orden de importancia fue el denominado otros productos manufacturados, con una proporción muy similar en las importaciones y en las exportaciones. En el 2002, los productos químicos supusieron el 14,8% de las exportaciones de bienes, pero sólo el 10% de las importaciones, mientras que las materias primas y la energía registraron porcentajes mucho más elevados en las importaciones que en las exportaciones. Esto indica que la zona del euro tiende, en términos netos, a importar materias primas y bienes intermedios y a exportar productos elaborados, reflejo, a su vez, de la división internacional del trabajo y de la disponibilidad de materias primas en la zona.

#### Distribución geográfica del comercio exterior de la zona del euro

En relación con la distribución geográfica del comercio de la zona del euro, sus dos principales socios comerciales son el Reino Unido y Estados Unidos. Si se considera el promedio de flujos comerciales registrados durante el período 1996-2002, la suma de las ponderaciones de estos dos países fue superior al 30% (véase gráfico 2.4). Les seguían Suiza, Japón y Suecia, con una ponderación del 5,9%, 4,9% y 3,9%, respectivamente. En términos de agregados regionales, el conjunto de países adherentes a la UE representó el 8,5% del comercio de la zona del euro, mientras que el conjunto de China y el resto de Asia (excluido Japón) se situó ligeramente por encima del 13%.

### 2.5 ESTRUCTURA FINANCIERA

#### Financiación indirecta y directa

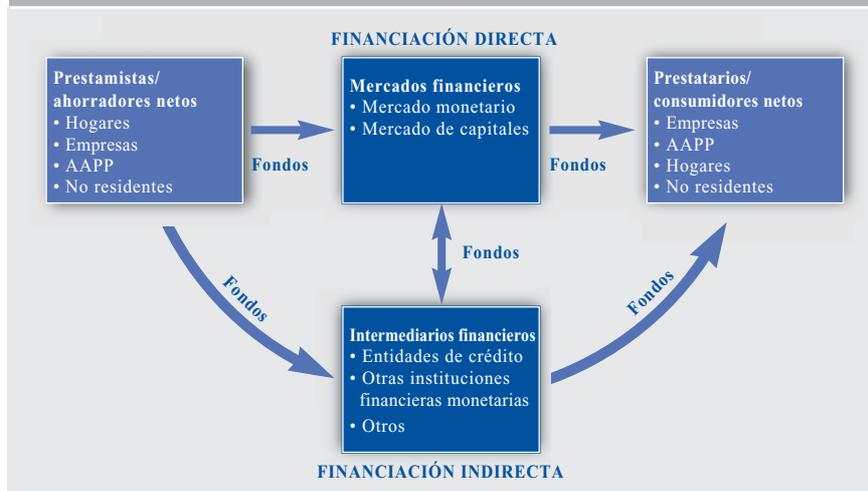
El sistema financiero desempeña la función económica esencial de canalizar recursos procedentes de los ahorradores netos (aquellos que gastan menos de lo que perciben en forma de renta) hacia los consumidores netos (aquellos que desean gastar por encima de su nivel de ingresos). Así, el sistema

financiero permite a los ahorradores netos prestar fondos a los consumidores netos. El gráfico 2.5 presenta un esquema de las funciones del sistema financiero, donde los principales prestamistas de fondos son, normalmente, los hogares, aunque las empresas, las Administraciones Públicas y los no residentes a veces se encuentran también con un excedente de recursos que deciden prestar. Los principales prestatarios suelen ser las empresas y las Administraciones Públicas, aunque también los hogares y los no residentes obtienen, a veces, préstamos para financiar sus compras.

Los fondos fluyen de los prestamistas a los prestatarios a través de dos cauces. En la financiación directa o basada en el mercado (el cauce que figura en la parte superior del gráfico 2.5), los deudores obtienen fondos directamente de los prestamistas en los mercados financieros, vendiéndoles instrumentos financieros negociables, también denominados valores (como los valores de renta fija y las acciones), que son derechos sobre los ingresos futuros o sobre los activos del prestatario. Por su parte, los intermediarios financieros desempeñan una función adicional en la canalización de los fondos, al financiar de forma indirecta (véase parte inferior del gráfico 2.5). Los intermediarios financieros pueden clasificarse en entidades de crédito, otras instituciones financieras monetarias (IFM) y otros intermediarios financieros.

Dentro del sistema financiero, los mercados financieros y los intermediarios financieros no funcionan de forma separada, sino que existe entre ellos una estrecha relación. Por ejemplo, los fondos pueden fluir en ambas direcciones entre la financiación directa y la financiación in-

**Gráfico 2.5 Funciones de los sistemas financieros**



directa (véase la parte central del gráfico 2.5). Los fondos fluyen de los mercados a las entidades de crédito, cuando los intermediarios financieros emiten valores de renta fija y de renta variable para captar fondos con el fin de financiar sus actividades. Inversamente, los fondos fluyen de las entidades de crédito a los mercados cuando, por ejemplo, los intermediarios financieros adquieren valores emitidos por las Administraciones Públicas y las empresas bien como inversiones propias, o bien como parte de un fondo del mercado monetario. Otro ejemplo de la interrelación entre los mercados financieros y los intermediarios financieros es el hecho de que las sociedades no financieras que emiten valores dependen, frecuentemente, de préstamos puente para cubrir el período hasta que los fondos obtenidos mediante los valores emitidos estén disponibles, y, además, solicitan el asesoramiento de los intermediarios financieros.

les activos financieros y pasivos de los sectores no financieros de la zona del euro en términos de saldos vivos a finales del 2002, que constituyen los «saldos» de las cuentas financieras trimestrales.

En el cuadro 2.4 figuran los principales activos financieros, que ascendían a 14.689 mm de euros (alrededor del 208% del PIB anual de la zona del euro) a finales del 2002. Los valores de renta fija y las acciones representaban casi dos quintas partes de esta cifra, la misma proporción que el efectivo y los depósitos. Las reservas técnicas de seguro (es decir, las provisiones de los fondos de pensiones, las empresas de seguros y las sociedades no financieras para hacer frente a las reclamaciones de los tenedores de pólizas) constituían la quinta parte restante.

**Principales activos financieros y pasivos de los sectores no financieros**

Antes de describir con más detalle los mercados financieros en los que tiene lugar la financiación directa y los intermediarios financieros que participan en la financiación indirecta, se presenta un resumen de los principa-

Los principales pasivos que aparecen en el cuadro 2.4 ascendían a 15.557 mm de euros (220% del PIB) a finales del 2002. Los valores, incluidas las acciones cotizadas, suponían cerca del 45% de las fuentes de financiación de los

**Cuadro 2.4 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a finales del año 2002<sup>1)</sup>**

(saldos vivos)		
<b>Algunos activos financieros</b>	<b>mm de euros</b>	<b>%</b>
Total	14.689	100,0
Efectivo y depósitos	5.633	38,3
Efectivo	341	2,3
Depósitos	5.292	36,0
en IFM de la zona del euro	5.101	34,7
en entidades distintas de IFM	191	1,3
Valores de renta fija	2.071	14,1
a corto plazo	255	1,7
a largo plazo	1.816	12,4
Acciones <sup>2)</sup>	3.479	23,7
Acciones cotizadas	1.777	12,1
Participaciones en fondos de inversión	1.702	11,6
de las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	308	2,1
Reservas técnicas de seguro	3.506	23,9
Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	3.168	21,6
Reservas para primas y reservas para siniestros	338	2,3

Fuente: BCE.

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

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

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

**Cuadro 2.4 (continuación)**

<b>Algunos pasivos</b>	<b>mm de euros</b>	<b>%</b>
Total	15.557	100,0
Préstamos	8.066	51,8
a) concedidos por		
IFM de la zona del euro	7.131	45,8
otros intermediarios financieros	935	6,0
b) concedidos a		
Administraciones Públicas	884	5,7
a corto plazo	61	0,4
a largo plazo	824	5,3
Sociedades no financieras	3.598	23,1
a corto plazo	1.173	7,5
a largo plazo	2.425	15,6
Hogares <sup>3)</sup>	3.584	23,0
a corto plazo	289	1,9
a largo plazo	3.295	21,2
Valores de renta fija	4.656	29,9
Administraciones Públicas	4.125	26,5
a corto plazo	480	3,1
a largo plazo	3.644	23,4
Sociedades no financieras	531	3,4
a corto plazo	140	0,9
a largo plazo	391	2,5
Acciones cotizadas		
emitidas por sociedades no financieras	2.396	15,4
Depósitos		
pasivos de la Administración Central	188	1,2
Reservas de fondos de pensiones		
de sociedades no financieras	251	1,6

sectores no financieros, mientras que los préstamos representaban más de la mitad de las mismas. La mayor parte de la financiación (casi el 86% de los pasivos) tenía un vencimiento superior a un año.

## 2.6 MERCADOS FINANCIEROS

En esta sección se describen las principales características de los mercados monetario, de renta fija y de renta variable de la zona del euro. En el recuadro 2.2 se

### Recuadro 2.2 Mercados financieros: términos clave

Los mercados financieros pueden clasificarse según diversos criterios, que ilustran las distintas características esenciales de estos mercados. Una posible clasificación considera si la operación financiera se refiere a la primera compra de la emisión o a una negociación posterior entre los tenedores de los valores, dando lugar a mercados primarios y secundarios, respectivamente. A su vez, existen dos clases de mercados secundarios: el organizado, en el que compradores y vendedores se encuentran en un lugar común para llevar a cabo las operaciones (mercados bursátiles), y el mercado no organizado (OTC), aquél en el que los intermediarios no están situados en una ubicación concreta y compran y venden valores de forma no organizada a todo el que esté dispuesto a aceptar sus precios.

Otra clasificación es la relativa al vencimiento original del contrato financiero. Por lo general, se efectúa una distinción entre el vencimiento inferior a un año y el vencimiento igual o superior a un año, dando lugar a los mercados monetarios y de capitales, respectivamente. El mercado monetario difiere ligeramente de los demás mercados financieros en que suele ser un mercado interbancario mayorista con operaciones de gran volumen, en el que puede influir el Eurosistema a través de sus operaciones de política monetaria (véase capítulo 4). El BCE tiene el monopolio de la oferta de activos de liquidez y, por lo tanto, puede fijar las condiciones de financiación para las entidades de crédito de la zona del euro, lo que influye, a su vez, en las condiciones a las que las entidades de crédito y otros participantes en el mercado de dinero cruzan sus operaciones.

Otra clasificación ampliamente utilizada distingue según la forma del instrumento financiero. Los mercados de renta variable son aquellos en los que se negocian instrumentos que no tiene que reembolsarse, mientras que los mercados de renta fija comprenden instrumentos financieros que, habitualmente, hay que reembolsar por importes específicos y con un determinado tipo de interés.

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

definen algunos términos básicos relacionados con los mercados financieros.

### **Mercado monetario**

**Integración del mercado monetario**

El mercado monetario desempeña un papel crucial en la transmisión de las decisiones de política monetaria, por ser el primero que se ve afectado por los cambios en la instrumentación de esta política (véase capítulo 4). Un mercado monetario desarrollado e integrado es requisito imprescindible para una política monetaria eficiente, en la medida en que asegura la homogeneidad de la distribución de la liquidez del banco central y del nivel de los tipos de interés a corto plazo en toda la unión monetaria. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM este requisito se cumplió en la zona del euro de forma casi inmediata, ya que los mercados monetarios nacionales se integraron con éxito en un único mercado monetario eficiente.

**Función de los sistemas de pago**

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

**Segmentos de operaciones sin garantías del mercado monetario**

El mercado monetario de la zona del euro comprende varios segmentos «al contado», siendo el más importante el relativo a operaciones sin garantías, especializado básicamente en gestio-

nar las necesidades de liquidez de las entidades de crédito a un día. Para este mercado existen dos tipos de interés de referencia importantes, que proporcionan referencias de precios uniformes para los vencimientos comprendidos entre un día y un año, el EONIA (índice medio del tipo de interés del euro a un día) y el EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro).

Los otros dos principales segmentos «al contado» del mercado monetario son el mercado de repos y el mercado de *swaps* de divisas, que se conocen como mercados de operaciones con garantías, ya que los préstamos se otorgan contra activos que actúan como garantía. La importancia del mercado de repos varía de un país a otro dentro de la zona del euro. Los repos y los *swaps* de divisas se concentran, principalmente, en plazos inferiores a un mes.

**Segmentos de operaciones con garantías del mercado monetario**

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

**Mercados de derivados**

Examinando la evolución de los diferentes segmentos del mercado monetario de la zona del euro, se observa que el mercado de operaciones sin garantías se ha caracterizado desde el inicio por un alto grado de actividad y de liquidez. Por el contrario, el mercado de repos se desarrolló con relativa lentitud en los años 1999 y 2000, experimentando, posteriormente, un crecimiento muy rápido, hasta superar el volumen de operaciones del

**Evolución del mercado monetario desde enero de 1999 a junio de 2003**

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

[a fin de año; mm de euros; (% del PIB)]						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
IFM	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Instituciones financieras no monetarias	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Sociedades no financieras	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Sector público	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Fuente: BCE.

mercado de operaciones sin garantías en el 2002. Las transacciones sin garantías supusieron el 37% del volumen total de operaciones del mercado al contado de la zona del euro en el año 2002, mientras que el mercado de repos representó alrededor del 46% de ese total. El mercado de repos ha alcanzado una mayor integración en los últimos años y los indicadores han señalado un crecimiento de la actividad transfronteriza, observándose una mayor utilización de activos de garantía entre países de la zona del euro. No obstante, pese a registrarse un avance considerable, diversos factores técnicos, como diferencias en la legislación, la documentación, los estándares de liquidación y la diversidad de las prácticas de mercado en los distintos países de la zona, han impedido hasta ahora el pleno desarrollo de un mercado de repos del conjunto de la zona del euro. Entre los segmentos de derivados, el de más rápido desarrollo a partir de 1999 ha sido el mercado de *swaps* del EONIA, que es sumamente activo, profundo y líquido, y no tiene parangón fuera de la zona del euro.

### Mercados de renta fija

El mercado monetario en un sentido más amplio incluye también el mercado de valores a corto plazo. El saldo vivo de este tipo de valores emitidos en euros por residentes en la zona ascendía a casi el 10% del PIB a finales del año 2002, porcentaje ligeramente inferior al registrado en 1990 (véase cuadro 2.5). No obstante, la importancia relativa de los emisores varió en los doce años siguientes. En 1990, el principal emisor era el sector público, que representaba casi el 70% del mercado total. En el 2002, el saldo vivo de valores de renta fija a corto plazo emitidos en euros por el sector privado, y en particular por las IFM, fue ligeramente superior al del sector público, con unos porcentajes del 53% y el 47%, respectivamente.

Todavía más importantes son los valores de renta fija a largo plazo emitidos en euros por residentes en la zona. El saldo vivo de este tipo de valores equivalía a cerca del 96% del PIB a finales del año 2002, habiendo aumentado desde alrededor del 57% a finales de 1990 (véase cuadro 2.6). El sector público, com-

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

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

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

(a fin de año; mm de euros; % de PIB)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	2.307 (56,5)	4.129 (77,8)	5.088 (86,5)	5.903 (91,5)	6.410 (93,7)	6.751 (95,6)
IFM	961 (23,5)	1.467 (27,6)	1.850 (31,4)	2.178 (33,7)	2.324 (34,0)	2.402 (34,0)
Instituciones financieras no monetarias	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Sociedades no financieras	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Sector público	1.140 (27,9)	2.354 (44,3)	2.896 (49,2)	3.183 (49,3)	3.370 (49,3)	3.497 (49,5)

Fuente: BCE.

puesto por la Administración Central y otras Administraciones Públicas, es el principal emisor de valores de renta fija a largo plazo en euros, con un saldo vivo que ascendía a finales del 2002 a más del 50% del importe total emitido. El segundo grupo emisor en orden de importancia, en cuanto al saldo vivo se refiere, era el sector de las IFM, con un 36% del total en el 2002. Por su parte, el saldo vivo emitido por las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias se cifraba en torno al 13% del total a finales del 2002. Buena parte de este crecimiento, impulsado fundamentalmente por el sector de instituciones financieras no monetarias, ha tenido lugar desde el inicio de la

tercera fase de la UEM. Las emisiones realizadas por este sector han tendido a concentrarse en un reducido número de países, cuyos sistemas impositivos ofrecen a las empresas una fuente de financiación más barata a través de las «entidades de propósito especial» y de otras entidades de financiación que les ayudan a obtener fondos en el mercado de renta fija privada.

La financiación mediante valores de renta fija es menor en la zona del euro que en Estados Unidos y en Japón. Los saldos vivos a finales del 2002 ascendían al 105% del PIB en la zona del euro, en comparación con un 154% y un 160% del PIB en Estados

**La financiación mediante valores de renta fija en la zona del euro es reducida en comparación con Estados Unidos**

**Cuadro 2.7 Saldos vivos de valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2002**

(en porcentaje del PIB)				
	Total	Emitidos por instituciones financieras	Emitidos por sociedades no financieras	Emitidos por las AAPP
Zona del euro	105,4	44,7	6,6	54,1
Estados Unidos	153,7	88,1	22,8	42,8
Japón	160,1	27,5	17,9	114,8

Fuentes: BCE y BPI.

Unidos y en Japón, respectivamente (véase cuadro 2.7). La elevada cifra alcanzada en Japón puede explicarse, básicamente, por el fuerte crecimiento de la deuda pública que se ha observado a lo largo del prolongado período de débil crecimiento económico registrado desde comienzos de la década de los noventa. Por lo que respecta a los valores emitidos en la zona del euro por las sociedades no financieras, el saldo vivo se situaba en torno al 7% del PIB a finales del año 2002, mientras que en Estados Unidos y en Japón ascendía al 23% y al 18% del PIB, respectivamente.

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

Pese al notable crecimiento del mercado de valores de renta fija de la zona del euro, algunos de sus segmentos, como los de deuda con baja calificación crediticia o sin calificación alguna, siguen estando bastante poco desarrollados. En comparación con Estados Unidos, relativamente pocas empresas de la zona del euro recibieron calificaciones crediticias en el 2002, lo que limitó su acceso al mercado de renta fija privada.

#### Mercado de renta variable

Aumenta la capitalización bursátil en la zona del euro...

Un indicador que se utiliza habitualmente para medir la importancia del mercado de renta variable es la capitalización bursátil de los valores negociados en relación con el PIB. En el caso de la zona del euro, dicha capitalización aumentó del 21% del PIB a finales de 1990 al 47% del PIB a finales del año 2002 (véase cuadro 2.8). Sin embargo,

como puede observarse en el citado cuadro, la capitalización bursátil llegó a alcanzar el 87% del PIB a finales del 2000. Estas pronunciadas fluctuaciones fueron consecuencia de la evolución de las cotizaciones bursátiles, que registraron fuertes subidas hasta comienzos del 2000, experimentando, posteriormente, una caída notable.

La capitalización bursátil total de la zona del euro continuó siendo mucho menor que en Estados Unidos, y la brecha entre ambos, en lo que se refiere a capitalización bursátil con respecto al PIB, incluso se amplió, pasando de alrededor de 30 puntos porcentuales en 1990 a cerca de 60 puntos porcentuales en el año 2002. Por el contrario, en Japón la capitalización bursátil se redujo del 90% del PIB en 1990 al 58% del PIB en el año 2002, como resultado, principalmente, de las considerables caídas registradas en las cotizaciones durante ese período.

Otro indicio de la creciente importancia del mercado de renta variable en la zona del euro lo proporcionan las estadísticas sobre el número de sociedades cotizadas. Este número se incrementó desde 4.276, a finales de 1990, a 6.271, a finales del año 2002 (véase cuadro 2.9). El número de sociedades cotizadas en Estados Unidos y en Japón a finales del año 2002 era 6.586 y 2.153, respectivamente.

Desde la introducción del euro se han puesto en marcha numerosas iniciativas para formar alianzas o fusionar las actividades de los mercados bursátiles

... aunque es menor que en Estados Unidos

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

Creciente integración de los mercados bursátiles de la zona del euro

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

(a fin de año, en porcentaje del PIB)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Zona del euro	21	28	76	87	72	47
Estados Unidos	53	92	141	153	136	104
Japón	90	73	54	67	56	58

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores.

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

(a fin de año)	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Zona del euro	4.276	5.106	4.546	5.516	6.357	6.271
Estados Unidos	6.765	8.160	8.449	7.851	7.069	6.586
Japón	1.752	1.791	1.890	2.096	2.141	2.153

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores.

de cada uno de los países de la zona. Los participantes en dichos mercados también parecen estar tomando cada vez más en consideración los factores económicos comunes a la zona del euro en su conjunto. Una indicación clara de la creciente integración de los mercados bursátiles es la atención general prestada a una serie de índices bursátiles para toda la zona, como, por ejemplo, el índice Dow Jones EURO STOXX.

## 2.7 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

### Entidades de crédito y otras instituciones financieras monetarias (IFM)

**Definición de entidades de crédito y de IFM**

Los principales intermediarios financieros de la zona del euro son las entidades de crédito, definidas en dos Directivas sobre coordinación bancaria<sup>6</sup>, y sujetas a normas de supervisión comunes para toda la UE. Las entidades de crédito son las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del banco central (véase ca-

pítulo 4). Por el hecho de conceder créditos a los hogares y a las empresas, en base, entre otras cosas, al crédito recibido del banco central, estas entidades resultan cruciales para la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía (véase capítulo 3). El término «institución financiera monetaria» se creó porque cada vez es mayor el número de entidades no crediticias, sobre todo fondos del mercado monetario<sup>7</sup>, que realizan actividades y ofrecen productos que tradicionalmente se circunscribían al ámbito de las entidades de crédito.

A finales del 2002, las entidades de crédito constituían el 81% del total de las IFM de la zona del euro (véase cuadro 2.10). Los fondos del mercado monetario ocupaban el segundo grupo entre las IFM. A finales de ese año, había 8.544 IFM en la zona del euro, cifra que refleja el gran número de cajas de ahorro y de cooperativas de crédito —con frecuencia sólo de ámbito local— y de entidades de crédito especializadas existen-

**Desciende el número de IFM por la concentración financiera**

<sup>6</sup> Se entiende por «entidad de crédito» toda entidad que se ajuste a la definición incluida en el apartado 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, modificada por la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, es decir, «una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia». Véase glosario.

<sup>7</sup> Los fondos del mercado monetario se definen como instituciones de inversión colectiva cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario y/o en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual inferior o igual a un año, y/o en depósitos bancarios, y/o que ofrecen una rentabilidad cercana a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

**Cuadro 2.10 Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro**

(a fin de año)	1998	2000	2001	2002
Entidades de crédito	8.320	7.464	7.218	6.906
Fondos del mercado monetario	1.516	1.604	1.631	1.620
Bancos centrales y otras entidades	20	20	19	18
<b>Total IFM</b>	<b>9.856</b>	<b>9.088</b>	<b>8.868</b>	<b>8.544</b>

Fuente: BCE.

tes en varios países. El número de IFM se redujo notablemente entre los años 1998 y 2002, como consecuencia del proceso de concentración que estaba produciéndose en el sector bancario europeo. La tendencia a la concentración en el sector de entidades de crédito es una respuesta a la cambiante situación del mercado, impulsada por una serie de factores tales como el desarrollo tecnológico, la desregulación, la liberalización y la globalización. Probablemente, la introducción del euro ha estimulado todos estos factores en la medida en que ha creado una mayor transparencia que traspasa las fronteras nacionales.

**Balance agregado y consolidado de las IFM**

El BCE y los BCN recopilan estadísticas mensuales y trimestrales de las IFM de la zona del euro y elaboran un balance agregado y consolidado de las IFM para el conjunto de la zona. Este balance, que es la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes, presenta las posiciones brutas entre las IFM, incluyendo las actividades transfronterizas entre ellas, tanto dentro de la zona del euro como frente al resto del mundo. Dicha información resulta útil para evaluar la integración de los sistemas financieros y la importancia del mercado interbancario. El balance consolidado, que se obtiene compensando las posiciones entre las IFM que figuran en el balance agregado, proporciona la base para el análisis

periódico de la evolución monetaria y crediticia en la zona del euro, incluidos los agregados monetarios (véase recuadro 2.3).

El gráfico 2.7 muestra la composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema, a finales del año 2002. Los depósitos representaban el 45% de los pasivos totales. Otras partidas importantes del pasivo eran los pasivos exteriores y los valores distintos de acciones, que ascendían al 19% y al 13%, respectivamente, de los pasivos totales de las IFM. A finales del 2002, los préstamos constituían un 56% de los activos totales, el porcentaje más alto, puesto que, los activos exteriores suponían el 20% y los valores distintos de acciones, junto con las acciones y participaciones, sumaban el 15%.

Los depósitos bancarios de la zona del euro ascendían al 81% del PIB a finales del año 2002 (véase cuadro 2.12), porcentaje superior al 44% correspondiente a Estados Unidos e inferior al 119% de Japón. Al mismo tiempo, los préstamos bancarios se cifraban en un 108% del PIB en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos y en Japón los porcentajes eran del 51% y 101%, respectivamente. Estos datos son indicativos de la importancia de la intermediación

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

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

financiera a través de las entidades de crédito en la zona del euro, especialmente en comparación con Estados Unidos.

Los préstamos bancarios a las sociedades no financieras se situaban en torno al 40% del PIB a finales del año 2002, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, mientras que en

Japón ascendían al 64% del PIB. Ello muestra la importancia de los mercados de capitales en las decisiones de financiación de las empresas en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que en Japón el sector de sociedades no financieras hace un uso relativamente más extenso de los préstamos bancarios como fuente de financiación.

### Recuadro 2.3 Agregados monetarios

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

Los agregados monetarios de la zona del euro utilizados por el BCE se basan en una definición armonizada de los sectores emisor y tenedor de dinero, así como de categorías armonizadas de pasivos de las IFM. El sector emisor de dinero comprende las IFM residentes en la zona del euro. El sector tenedor de dinero incluye todos los agentes que no son IFM y que residen en la zona del euro, excluida la Administración Central. A pesar de que la Administración Central no es emisor, sus pasivos de carácter monetario, como por ejemplo, los depósitos mantenidos por los hogares en Correos, se incluyen como partida especial en la definición de los agregados monetarios, debido a su alto grado de liquidez<sup>1</sup>.

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

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

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

<sup>1</sup> No se incluyen los depósitos mantenidos por la Administración Central en el sector de IFM, porque ésta no está incluida en el sector tenedor de dinero, ya que sus tenencias de dinero no guardan una relación estrecha con los planes de gasto.

**Cuadro 2.11 Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro**

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

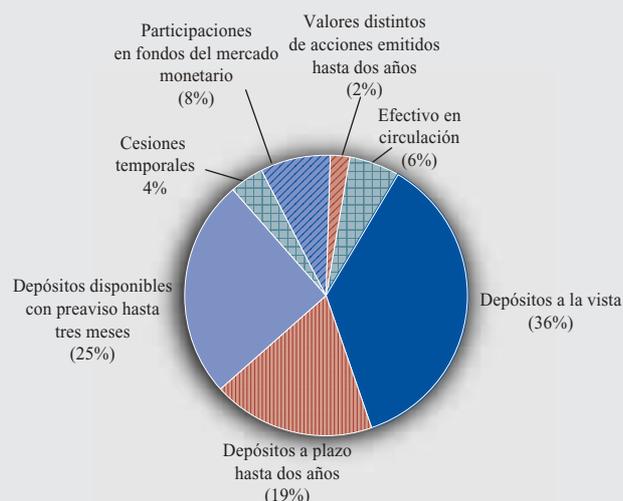
Fuente: BCE.

1) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central.

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

Los activos líquidos denominados en divisas en poder de los residentes en la zona del euro pueden ser sustitutos próximos de los activos denominados en euros. Por consiguiente, los agregados monetarios incluyen dichos activos, siempre que éstos se mantengan en IFM radicadas en la zona del euro.

**Gráfico 2.6 Distribución porcentual de M3 por componentes a finales del año 2002**



Fuente: BCE.

Dado que la definición de agregados monetarios adoptada por el BCE sólo incluye los pasivos de las IFM radicadas en la zona del euro frente a residentes, quedan excluidas las tenencias por parte de no residentes, de i) depósitos a corto plazo en IFM de la zona del euro, ii) participaciones en fondos del mercado monetario ubicados en la zona y iii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM radicadas en dicha zona. Todo el efectivo en circulación se incluye en los agregados monetarios, independientemente de si está en poder de residentes o de no residentes en la zona del euro, debido a la dificultad de determinar con precisión y a su debido tiempo el importe de los billetes y monedas mantenidos por no residentes.

El gráfico 2.6 muestra la distribución porcentual de M3 por componentes en diciembre del 2002. Los depósitos a la vista representaban el porcentaje mayor, un 36%. Las participaciones de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses y de los depósitos a plazo hasta dos años, eran del 25% y el 19%, respectivamente. El porcentaje correspondiente a las participaciones en fondos del mercado monetario era del 8%, y el 6% correspondía al efectivo en circulación. Por último, las cesiones temporales y los valores distintos de acciones hasta dos años representaban el 4% y el 2% de M3, respectivamente.

Los intermediarios no incluidos en IFM siguen desempeñando una función menor

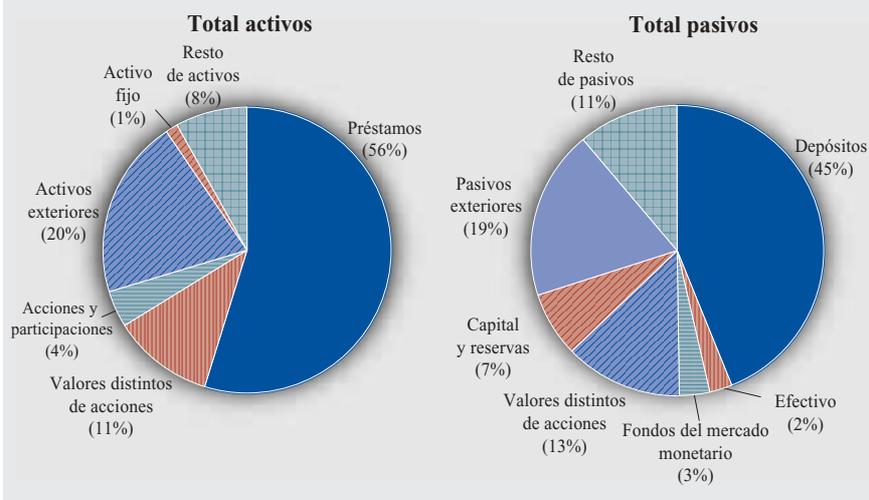
### Otros intermediarios financieros

La financiación indirecta de los sectores público y privado no procede sólo de las IFM, sino también de otros intermediarios financieros como las empresas de seguros y los fondos de pensiones, los auxiliares financieros, los fondos de inversión,

las sociedades y agencia de valores y derivados financieros y las instituciones financieras que participan en operaciones de préstamo. Una de las principales diferencias entre estos intermediarios y las entidades de crédito es la ausencia de depósitos en el pasivo de sus balances. Las es-

**Gráfico 2.7 Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales del año 2002**

(distribución porcentual en el balance total)



Fuente: BCE.

**Cuadro 2.12 Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales del año 2002**

(en porcentaje del PIB)	Depósitos bancarios	Préstamos bancarios	Préstamos bancarios a sociedades no financieras
Zona del euro	81,3	107,9	42,1
Estados Unidos	44,0	51,2	39,3
Japón	118,8	101,0	63,9

Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

timaciones disponibles indican que estos otros intermediarios financieros desarrollaron una actividad creciente en la década de los noventa, pero que aún desempeñan una función menor en comparación con las IFM. Los activos totales de las empresas de seguros, los fondos de in-

versión y los fondos de pensiones de la zona del euro han aumentado de forma significativa, especialmente desde los últimos años de la década de los noventa y, a finales del 2002, equivalían al 90% del PIB, mientras que los activos de las IFM ascendían al 267% del PIB.

## 3 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En este capítulo se describe la estrategia de política monetaria del BCE, es decir, el enfoque general adoptado por esta institución para alcanzar su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. La primera sección se centra en los motivos por los que se ha asignado dicho objetivo a la política monetaria. En la segunda sección se resumen los rasgos característicos del mecanismo de transmisión de la política monetaria (esto es, la forma en que la política monetaria influye en la evolución de los precios) y lo que implican para la ejecución de dicha política. En las últimas secciones se explican con más detalle los aspectos fundamentales de la estrategia de política monetaria del BCE.

### 3.1 PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y VENTAJAS DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

#### ¿Qué puede y qué no puede hacer la política monetaria?

Mediante el control de la oferta de la base monetaria...

La política monetaria afecta a la economía de la forma siguiente. El banco central es el único emisor de billetes y el único proveedor de reservas bancarias, es decir, es el monopolista de la oferta de la base monetaria. En virtud de este monopolio, el banco central puede influir en las condiciones del mercado monetario y controlar los tipos de interés a corto plazo.

...el banco central puede influir en la evolución económica

En el corto plazo, una variación de los tipos de interés del mercado monetario inducida por el banco central pone en marcha una serie de mecanismos y de acciones de los agentes económicos que, finalmente, repercuten en la evolución de variables económicas, como el producto o los precios. Este proceso —también denominado mecanismo de transmisión de la política monetaria— es complejo y, aunque sus características generales son conocidas, no existe una perspectiva única e incontestable de todos los aspectos relacionados con él.

No obstante, una proposición ampliamente aceptada por los economistas es que, a largo plazo, es decir, una vez efectuados todos los ajustes en la economía, un cambio en la cantidad de dinero en circulación en la economía, manteniéndose constantes el resto de las variables, se traducirá en una variación del nivel general de los precios y no provocará variaciones permanentes en las variables reales, tales como el producto real o el desempleo. Un cambio en la cantidad de dinero en circulación constituye, en definitiva, una modificación de la unidad de cuenta (y, en consecuencia, del nivel general de los precios), que deja las demás variables inalteradas, de la misma manera que un cambio de la unidad estándar utilizada para medir distancias (v.g., pasar de kilómetros a millas) no alteraría la distancia real entre dos lugares.

Este principio general, conocido como la «neutralidad a largo plazo» del dinero, subyace a todo el pensamiento macroeconómico convencional y a su marco teórico. A largo plazo, la renta disponible o el nivel de empleo en la economía están determinados, fundamentalmente, por factores reales (del lado de la oferta), como la tecnología,

A largo plazo, las variaciones de la oferta monetaria repercutirán en el nivel general de los precios,...

...pero no en el nivel de renta disponible o de empleo

el crecimiento demográfico, las preferencias de los agentes económicos y todos los aspectos del marco institucional de la economía, como los derechos de propiedad, la política impositiva, las políticas de bienestar y otras normas que determinan la flexibilidad de los mercados y los incentivos para generar empleo y para invertir en capital humano.

La inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario

A largo plazo, el banco central no puede influir en el crecimiento económico modificando la oferta monetaria. La afirmación de que la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario, está relacionada con este principio. De hecho, los períodos prolongados de elevada inflación suelen ir asociados a un intenso crecimiento monetario. Aunque otros factores, como variaciones de la demanda agregada, cambios tecnológicos o perturbaciones en los precios de las materias primas, pueden incidir en la evolución de los precios en horizontes temporales más cortos, a lo largo del tiempo sus efectos pueden compensarse mediante cierto ajuste de la oferta monetaria. En este sentido, los bancos centrales pueden controlar las tendencias a más largo plazo de los precios o de la inflación.

La estabilidad de precios aumenta el potencial de crecimiento económico

La estrecha relación existente entre el crecimiento del dinero y la inflación, por un lado, y la neutralidad a largo plazo de la política monetaria, por otro, se ha visto confirmada en numerosos estudios económicos referidos a diversos períodos y países. Al mismo tiempo, tanto las investigaciones teóricas como las empíricas han confirmado que los costes de la inflación (y de la deflación) son considerables, existiendo actualmente un amplio consenso con respecto a que la estabilidad de precios contribuye a incrementar el bienestar económico y el potencial de crecimiento de una economía.

### Las ventajas de la estabilidad de precios

El objetivo de la estabilidad de precios se refiere al nivel general de los precios en la economía y consiste en evitar tanto una inflación como una deflación prolongadas. Existen varias vías a través de las cuales la estabilidad de precios contribuye a alcanzar altos niveles de actividad económica y de empleo.

La estabilidad de precios favorece una mejora del nivel de vida al contribuir a...

En primer lugar, la estabilidad de precios permite que los ciudadanos reconozcan más fácilmente las variaciones de los precios relativos, ya que no quedan ocultas por las fluctuaciones del nivel general de los precios. Como resultado, las empresas y los consumidores no interpretarán erróneamente las variaciones del nivel general de los precios considerándolas variaciones de los precios relativos, de modo que podrán tomar sus decisiones en materia de consumo e inversión con más información. A su vez, esto permite que el mercado asigne los recursos con mayor eficiencia y, con los recursos dedicados a unos usos más productivos, la estabilidad de precios incrementa el bienestar de los hogares y, de ese modo, el potencial de producción de la economía.

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

En segundo lugar, si los acreedores consideran que los precios permanecerán estables en el futuro, no exigirán una «prima de riesgo de inflación» que les compense de los riesgos que conlleva, en el largo plazo, mantener activos nominales. Mediante la reducción de esas primas de riesgo en el tipo de interés real, la credibilidad de la política monetaria contribuye a la eficiencia con la que los mercados de capitales asignan los recursos y, de este modo, aumenta los incentivos para invertir, lo que, a su vez, estimula el crecimiento económico.

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

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

En tercer lugar, si se tiene confianza en que la estabilidad de precios se mantendrá, habrá menos probabilidades de que los individuos y las empresas desvíen recursos desde usos productivos hacia instrumentos que protegen de la inflación. Por ejemplo, en un entorno de altas tasas de inflación, existe un incentivo para acumular bienes reales, dado que éstos mantienen su valor mejor que el dinero o que determinados activos financieros. Ahora bien, acumular bienes de este tipo no es una decisión de inversión eficiente y, por lo tanto, obstaculiza el crecimiento económico.

...reducir las distorsiones de los sistemas tributarios y de seguridad social,...

En cuarto lugar, los sistemas de impuestos y gastos sociales pueden crear incentivos perversos que distorsionan el comportamiento económico. En la mayoría de los casos, la inflación o la deflación exagera esas distorsiones, ya que, normalmente, los sistemas fiscales no permiten indiciar los tipos impositivos y las cotizaciones sociales con la tasa de inflación. La estabilidad de precios elimina los costes reales que se ocasionan cuando la inflación agudiza el impacto distorsionante de los sistemas impositivos y de la seguridad social.

...aumentar las ventajas de mantener efectivo,...

En quinto lugar, la inflación actúa como un impuesto sobre las tenencias de efectivo, lo que reduce su demanda por parte de los hogares y, en consecuencia, genera unos costes de transacción más elevados.

...e impedir redistribuciones arbitrarias de la riqueza y la renta

En sexto lugar, el mantenimiento de la estabilidad de precios evita la considerable y arbitraria redistribución de la riqueza y de la renta que se produce en entornos inflacionistas y deflacionistas, en los que las tendencias de los precios varían de manera imprevisible (v.g., efectos de redistribución desde

los acreedores a los deudores). Con frecuencia, los grupos más débiles de la sociedad son los más afectados por la inflación, ya que sus posibilidades de cobertura frente a ella son limitadas. Por ello, un entorno de precios estables contribuye a mantener la cohesión y la estabilidad sociales. Como se ha demostrado varias veces a lo largo del siglo XX, unas tasas de inflación elevadas suelen ser fuente de inestabilidad social y política.

A juzgar por todos estos argumentos, un banco central que mantiene la estabilidad de precios contribuye notablemente a la consecución de objetivos económicos más amplios, tales como niveles de vida y de actividad económica más elevados y mejores perspectivas de empleo. Esta conclusión queda corroborada por la evidencia de que, a largo plazo, y en una amplia variedad de países, con distintas metodologías aplicadas y diferentes períodos, en general, las economías que registran tasas de inflación más bajas crecen en términos reales con más rapidez.

#### Atribuciones asignadas en el Tratado

Los principios básicos, ampliamente compartidos, que se han esbozado anteriormente quedan reflejados en la forma en que el Tratado ha establecido objetivos y atribuido competencias a los diferentes responsables de la política monetaria. En el Tratado se especifica que el objetivo primordial del Eurosistema y de la política monetaria única, de la que éste es responsable, es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Además, y «sin perjuicio de este objetivo», el Eurosistema también «apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios», entre los que se incluye «un alto nivel de empleo» y

Mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios, el banco central contribuye a alcanzar objetivos económicos más amplios

Las atribuciones asignadas en el Tratado reflejan estos principios generales,...

«un crecimiento sostenible y no inflacionista» (véase capítulo 1).

...fijando como objetivo primordial de la política monetaria la estabilidad de precios

El Tratado concede importancia primordial al objetivo del Eurosistema de mantener la estabilidad de precios, por motivos económicos bien fundados. Puesto que, en última instancia, la política monetaria sólo puede influir en el nivel de precios de la economía, la estabilidad de precios es su único objetivo natural. Asignar a la política monetaria un objetivo de renta disponible o de empleo habría sido problemático, dado que, aparte del impacto efectivo sobre la estabilidad de precios, la política monetaria no tiene capacidad para ejercer un efecto duradero en las variables reales. Aumentar el potencial de crecimiento de la economía es tarea de otros agentes económicos y, en especial, de los responsables de las políticas presupuestarias y estructurales. La jerarquía de objetivos claramente definida que el Tratado establece para el Eurosistema es el resultado de décadas de experiencia y de numerosos estudios económicos que indican que como mejor contribuye la política monetaria a mejorar las perspectivas económicas y a elevar el nivel de vida de los ciudadanos es mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios de forma duradera.

No obstante, el Eurosistema, al tiempo que trata de alcanzar su objetivo primordial, debe tener en cuenta los objetivos económicos más amplios de la Comunidad

Al mismo tiempo, las atribuciones asignadas en el Tratado implican que, al aplicar las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios, y sin perjuicio de la consecución de este objetivo, el Eurosistema también debe tomar en consideración los objetivos económicos más amplios de la Comunidad. En particular, dado que la política monetaria puede incidir en la actividad real en el corto plazo, el BCE debe evitar que las actuaciones encaminadas a al-

canzar su objetivo prioritario generen fluctuaciones excesivas en el producto y en el empleo.

### 3.2 MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Dado que el Consejo de Gobierno del BCE es responsable de adoptar las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios, es esencial que el BCE conozca la forma en que la política monetaria influye en la evolución del nivel de precios. El proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular, se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los eslabones a través de los que, habitualmente, se transmiten los impulsos de la política monetaria se denominan canales de transmisión.

El mecanismo y los canales de transmisión

#### Los canales de transmisión de la política monetaria

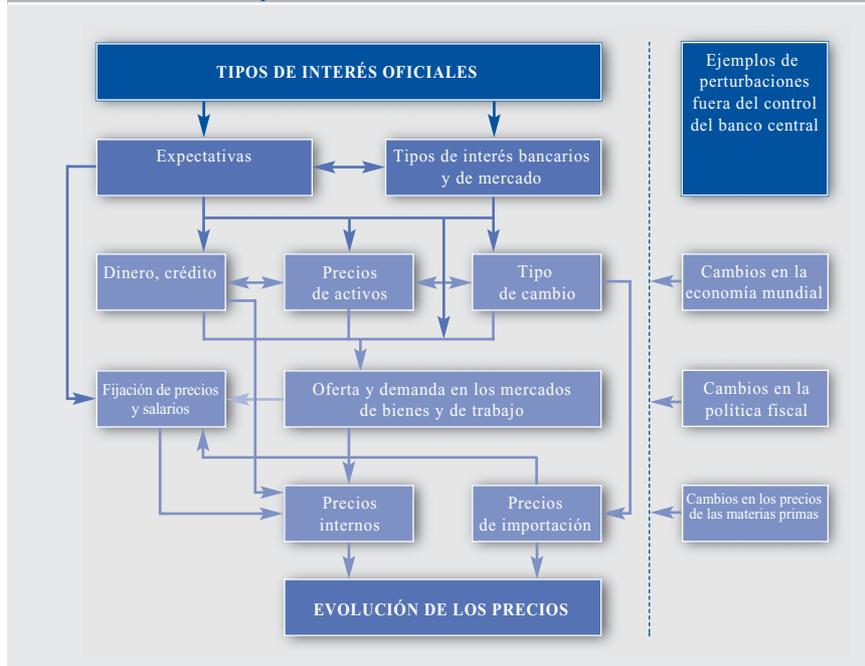
Los principales canales de transmisión de la política monetaria se recogen de forma esquemática y simplificada en la parte izquierda del gráfico 3.1.

El proceso de transmisión...

La larga cadena de causa y efecto que vincula las decisiones de política monetaria con el nivel de precios comienza con una variación de los tipos de interés oficiales que fija el banco central para sus propias operaciones. En ellas, el banco central proporciona financiación a las entidades de crédito (véase, en el capítulo 4, una descripción detallada de los instrumentos de política monetaria del Eurosistema). El sistema bancario demanda dinero emitido por el banco central, la denominada «base monetaria», para hacer frente a la demanda de efectivo, compensar saldos interbancarios y cumplir las exigencias de reservas mínimas que han de depositar en el banco central. Debido a su

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

**Gráfico 3.1 Mecanismo de transmisión desde los tipos de interés hasta los precios**



situación de monopolio en la creación de la base monetaria, el banco central puede determinar los tipos de interés que aplicará a sus operaciones y, con ello, puede influir en el coste de financiación de la liquidez de las entidades de crédito. Éstas, a su vez, trasladarán dichos costes a las operaciones con su clientela.

...que afecta a los tipos de interés de mercado...

A través de este proceso, el banco central puede ejercer una influencia dominante en las condiciones del mercado monetario y, por consiguiente, controlar los tipos de interés de dicho mercado. A su vez, las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario repercuten en otros tipos, aunque con distinta intensidad. Por ejemplo, las variaciones de los tipos del mercado monetario influyen en los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a los préstamos y depósitos a corto

plazo. Además, las expectativas sobre futuras modificaciones de los tipos de interés oficiales afectan a los tipos de interés de mercado a más largo plazo, ya que estos reflejan las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. No obstante, el impacto de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario en los tipos a plazos muy largos (como el rendimiento de la deuda pública a diez años y los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a largo plazo) no es tan directo, ya que dichos tipos dependen, en gran medida, de las expectativas del mercado sobre las tendencias a largo plazo del crecimiento y la inflación. En otras palabras, las modificaciones de los tipos de interés oficiales del banco central no influyen, en general, en los tipos de interés a más largo plazo, salvo si ocasionan un cambio en las expecta-

tivas del mercado relativas a las tendencias económicas a largo plazo.

**...y al precio de los activos,...**

Debido al efecto que tiene en las condiciones de financiación y en las expectativas, la política monetaria puede influir en otras variables financieras, como el precio de los activos (v.g., las cotizaciones bursátiles) y los tipos de cambio.

**...así como al crédito y a las decisiones de ahorro e inversión,...**

A su vez, las variaciones de los tipos de interés y del precio de los activos financieros influyen en las decisiones de ahorro, gasto e inversión de los hogares y las empresas. Por ejemplo, manteniéndose constantes las demás variables, unos tipos de interés más altos tienden a hacer que a los hogares o a las empresas les resulte menos atractivo endeudarse para financiar su consumo o su inversión y, también, que los hogares prefieran ahorrar a gastar sus ingresos corrientes, ya que la rentabilidad de su ahorro es mayor. Además, las modificaciones de los tipos de interés oficiales también pueden influir en la oferta de crédito. Por ejemplo, tras una subida de los tipos de interés, el riesgo de que algunos prestatarios no puedan devolver sus préstamos puede alcanzar un nivel tal que las entidades de crédito dejen de conceder créditos, lo que, a su vez, obligaría a los prestatarios, hogares o empresas, a aplazar sus planes de consumo o de inversión.

Por último, las variaciones del precio de los activos pueden afectar al consumo y a la inversión a través de sus efectos en la renta y en la riqueza. Por ejemplo, al subir el precio de las acciones, los hogares que poseen dichos activos aumentan su riqueza y, en consecuencia, pueden optar por incrementar su consumo; por el contrario, si cae el precio de las acciones, es posible que lo reduzcan. Otra manera en la que el

precio de los activos puede influir en la demanda agregada es a través del valor de las garantías de que disponen los prestatarios, pues les permite obtener más préstamos o que se reduzcan las primas de riesgo exigidas por los prestamistas. Dado que, con frecuencia, las decisiones respecto a la concesión de créditos están muy influidas por el valor de las garantías aportadas, cuando éste se reduce, los préstamos serán más caros e, incluso, más difíciles de obtener, lo que dará lugar a una disminución del gasto.

Como consecuencia de las variaciones registradas en el consumo y en la inversión, la demanda interna de bienes y servicios en relación con la oferta interna cambia. Cuando la demanda supera la oferta, y el resto de los factores se mantiene constante, es probable que se produzcan presiones al alza sobre los precios. Además, los cambios en la demanda agregada pueden traducirse en situaciones de mayor tensión o mayor relajación, según sea el caso, en los mercados de trabajo y de productos intermedios lo que, a su vez, puede repercutir en la fijación de salarios y de precios en los mercados respectivos.

En general, las variaciones del tipo de cambio influyen en la inflación de tres maneras. En primer lugar, los movimientos del tipo de cambio pueden afectar directamente al precio interno de los bienes importados, puesto que si la moneda se aprecia, el precio de los bienes importados tiende a bajar, lo que, en caso de tratarse de bienes que se destinan al consumo final, ayuda a reducir la inflación directamente. En segundo lugar, unos precios más bajos de las importaciones de bienes que se utilizan como consumos intermedios podrían traducirse con el tiempo en precios menores de los bienes finales. La

**...provocando un cambio en la demanda agregada y en los precios**

**Efectos de las variaciones del tipo de cambio en los precios**

tercera forma en la que la evolución del tipo de cambio puede influir en la inflación es a través del efecto sobre la competitividad de los bienes nacionales en los mercados internacionales. Si, como resultado de una apreciación del tipo de cambio, estos bienes se vuelven menos competitivos, en términos de precios, en los mercados internacionales, la demanda exterior tenderá a contraerse y, por lo tanto, se reducirá la presión total de la demanda en la economía y, manteniéndose constantes las demás variables, las presiones inflacionistas tenderán a reducirse. La importancia de los efectos del tipo de cambio dependerá del grado de apertura de la economía al comercio internacional. En general, los efectos de las variaciones del tipo de cambio son menos importantes en un área monetaria amplia y relativamente cerrada, como la zona del euro, que en una economía pequeña y abierta. Además de la política monetaria hay otros factores que, como el precio de los activos financieros, también influyen en las variaciones del tipo de cambio.

**Ancla para las expectativas de inflación**

Otros canales a través de los cuales la política monetaria puede influir en la evolución de los precios operan, principalmente, por el efecto de las expectativas a largo plazo del sector privado. Si un banco central disfruta de un alto grado de credibilidad respecto a su compromiso con el objetivo de la política monetaria, ésta puede tener un efecto directo importante en la evolución de los precios, reconduciendo las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación futura e influyendo con ello en su comportamiento a la hora de fijar precios y salarios. A este respecto, la credibilidad de un banco central en cuanto al mantenimiento de la estabilidad de precios de forma duradera es esencial. Sólo si los agentes económicos creen en la capacidad

y en el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, las expectativas de inflación quedarán firmemente ancladas a la estabilidad. Esto, a su vez, repercutirá en la fijación de precios y salarios, dado que, en un entorno de estabilidad de precios, los agentes no tendrán que ajustar los precios al alza por temor a un aumento futuro de la inflación. En este sentido, la credibilidad facilita la labor de la política monetaria.

En el proceso dinámico descrito anteriormente intervienen una serie de mecanismos y de actuaciones sucesivas de los agentes económicos, por lo que las medidas de política monetaria suelen tardar bastante en influir en la evolución de los precios. Además, la magnitud y la intensidad de los distintos efectos pueden variar en función del estado de la economía, lo que dificulta la estimación del impacto preciso. En general, los bancos centrales suelen tener que hacer frente a retardos prolongados, variables e inciertos en la ejecución de la política monetaria.

**La transmisión se caracteriza por retardos prolongados, variables e inciertos...**

La identificación del mecanismo de transmisión de la política monetaria se ve dificultada por el hecho de que, en la realidad, las economías se ven sometidas constantemente a perturbaciones de origen muy diverso. Por ejemplo, las variaciones registradas en los precios del petróleo u otras materias primas o en los precios administrados pueden tener un efecto directo a corto plazo en la inflación. De forma similar, la evolución de la economía mundial o de las políticas fiscales puede influir en la demanda agregada y, con ello, en el comportamiento de los precios. Y, además de la política monetaria, el precio de los activos financieros y de los tipos de cambio depende de muchos otros factores. Por consiguiente, la política mo-

**...y se ve influenciada por perturbaciones exógenas**

### Recuadro 3.1 Resultados empíricos de la transmisión de la política monetaria en la zona del euro

La comprensión del mecanismo de transmisión es fundamental para la política monetaria. Por lo tanto, no resulta sorprendente que diversos estudios, elaborados tanto por investigadores del mundo académico como por expertos del Eurosistema, hayan tratado de arrojar más luz sobre las complejas interacciones que lo determinan. Aunque los principales resultados de los estudios sobre este tema todavía están sujetos a una incertidumbre considerable (debido, entre otras cosas, a que en gran parte se han utilizado datos anteriores a 1999), parecen confirmar que un conjunto de hechos ampliamente aceptados y establecidos también son válidos para la zona del euro.

#### Estimaciones empíricas de los efectos de las variaciones del tipo de interés a corto plazo en la actividad real y en los precios

Se han utilizado diversos modelos econométricos de la zona del euro para realizar una estimación de los efectos de las variaciones del tipo de interés a corto plazo sobre el producto y los precios. A modo de ejemplo, en el cuadro 3.1 se presentan los resultados de los efectos de estas variaciones, proporcionados por tres modelos diferentes para la zona del euro, que reflejan estructuras económicas y/o metodologías econométricas diferentes. El cuadro muestra las respuestas de los niveles del PIB y de los precios a un incremento transitorio de 1 punto porcentual del tipo de interés oficial controlado por el banco central, que se mantiene al nuevo nivel más elevado durante dos años.

Los principales rasgos de las respuestas del PIB y de los precios son, desde el punto de vista cualitativo, coherentes entre los tres modelos. Una subida de los tipos de interés a corto plazo ocasiona una disminución transitoria del producto, que alcanza su punto más bajo aproximadamente dos años después del impulso inicial generado por la política monetaria, y, posteriormente, retorna al nivel de base. Al mismo tiempo, los precios se ajustan gradualmente a un nivel permanentemente más bajo.

En un grupo de modelos empíricos más amplio que el que se recoge en el cuadro 3.1 se observan pautas, en general, similares y coherentes con los resultados para otros países y con los modelos teóricos del mecanismo de transmisión para los que existe un mayor consenso. En resumen, estos modelos muestran que la política monetaria es neutral a largo plazo. Su efecto sobre el producto es transitorio mientras que sobre los precios es permanente.

**Cuadro 3.1 Estimaciones de las respuestas del PIB real y de los precios de consumo a un aumento de 1 punto porcentual del tipo de interés oficial de la zona del euro**

	PIB real				Precios de consumo			
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Modelo 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Modelo 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Modelo 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Fuente: «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», Boletín Mensual del BCE, octubre 2002.

Notas: Las cifras se expresan como una variación porcentual respecto a los niveles iniciales del PIB y del índice de precios. El Modelo 1 es el modelo «Area Wide» del BCE (AWM, en sus siglas en inglés). El Modelo 2 se refiere a un agregado de los modelos macroeconómicos de los bancos centrales nacionales de la zona del euro. El Modelo 3 es el modelo multipaís del National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. Las simulaciones presentadas suponen que el incremento del tipo de interés genera una elevación del tipo de interés a largo plazo y una apreciación del tipo de cambio.

No obstante, la magnitud y el ritmo al que se completan estas respuestas difieren bastante según los distintos modelos, poniéndose de manifiesto la incertidumbre en torno a las características concretas del mecanismo de transmisión. Por ejemplo, el mayor impacto sobre el producto en los tres modelos que figuran en el cuadro 3.1 fluctúa entre el  $-0,38\%$  y el  $-0,71\%$ . Por su parte, la respuesta de los precios oscila entre el  $-0,10\%$  y el  $-0,30\%$ , que se produce dos años después de producirse la modificación del tipo de interés correspondiente. En conjunto, estas estimaciones confirman la existencia de retardos considerables e inciertos en el mecanismo a través del cual la política monetaria influye en el nivel de los precios.

#### **Evidencia sobre los canales de transmisión de la política monetaria en la zona del euro**

En lo que respecta a las respuestas de los componentes individuales del PIB a las variaciones de los tipos de interés, algunos estudios destacan la importancia del impacto de la política monetaria en la inversión, en comparación con su efecto en el consumo y en otros componentes de la demanda agregada. La inversión empresarial se ve influida, principalmente, por las modificaciones del coste de uso del capital (una variable estrechamente relacionada con los tipos de interés), y también es sensible, aunque en menor medida, a las restricciones de liquidez o de tesorería (es decir, la capacidad de las empresas de emitir deuda en los mercados financieros o de obtener préstamos de las entidades de crédito).

Los estudios empíricos disponibles también sugieren que los efectos del tipo de cambio en la zona del euro pueden ser de importancia considerable. Por ello, la respuesta de los precios de consumo a una modificación de los tipos de interés oficiales del banco central también dependerá de los efectos de dicha modificación en el tipo de cambio. Por ejemplo, cuanto más se aprecie el euro como consecuencia de una variación de los tipos de interés, mayor y más rápido será el descenso de la inflación. Sin embargo, el banco central no puede dar por hecha la dirección ni la magnitud de la respuesta del tipo de cambio a una variación del tipo de interés porque dicha respuesta depende de otros factores, como la evolución de la política monetaria en otros países, que no están controlados por el banco central.

netaria no sólo debe efectuar un atento seguimiento de la transmisión de las medidas que adopta, sino que también ha de tomar en consideración todos los demás aspectos relevantes para la inflación futura, con el fin de evitar que influyan en las tendencias de la inflación y en las expectativas a más largo plazo de un modo que no resulte compatible con la estabilidad de precios. La senda que debe seguir la política monetaria depende siempre de la naturaleza, magnitud y duración de las perturbaciones que afecten a la economía, y el banco central, para poder establecer la respuesta de política monetaria adecuada,

se enfrenta siempre al reto de entender los factores que determinan las tendencias de los precios.

Como los bancos centrales tienen que hacer frente, normalmente, a un complejo entramado de interacciones económicas, suelen utilizar algunas reglas para orientar o contrastar las medidas que adoptan. Una de estas normas, que se basa en el hecho de que la inflación, a medio y largo plazo, es siempre un fenómeno monetario, recomienda que los bancos centrales presten atención a la evolución monetaria para valorar si concurren tendencias inflacionistas.

**Complejidad  
del proceso  
de transmisión**

Aspectos empíricos del proceso de transmisión

Aunque el empleo de métodos empíricos para cuantificar el mecanismo y los canales de transmisión ha sido de gran ayuda en las últimas décadas, los resultados sólo han revelado parcialmente el complejo proceso. Además, la incertidumbre a la que se enfrenta el BCE puede ser incluso superior a la que han de afrontar muchos otros bancos centrales, puesto que su responsabilidad recae en un área monetaria de nueva creación. Por otra parte, los cambios institucionales y de comportamiento que se produjeron a raíz de la introducción de la moneda única, a principios de 1999, pueden haber alterado las relaciones entre diversas variables económicas. Sin embargo, con el tiempo se ha ido disponiendo de más información y de los resultados de nuevos estudios económicos, que han permitido alcanzar un conocimiento más detallado del proceso de transmisión de la política monetaria (el recuadro 3.1 presenta un resumen de los resultados empíricos más recientes sobre el proceso de transmisión de la política monetaria en la zona del euro). No obstante, es necesario avanzar en los estudios y realizar un seguimiento permanente del funcionamiento del mecanismo de transmisión.

### 3.3 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE: PRINCIPIOS GENERALES

La función de la política monetaria

Si se tiene en cuenta la información disponible sobre el proceso de transmisión, el reto que ha de afrontar el BCE puede formularse de la siguiente forma: el Consejo de Gobierno del BCE tiene que influir en las condiciones del mercado monetario y, por consiguiente, en el nivel de los tipos de interés a corto plazo, con el fin de que la estabilidad de precios se mantenga en el medio plazo. En esta tarea, el banco central está sometido permanentemente a una elevada incertidumbre, tanto por la naturaleza

de las perturbaciones económicas que afectan a la economía como por la intensidad de las relaciones entre las distintas variables macroeconómicas. En este contexto, es posible identificar algunas características fundamentales que debería tener una política monetaria para tener éxito.

En primer lugar, tal y como se subraya en la sección 3.2, la política monetaria será considerablemente más efectiva si ancla firmemente las expectativas de inflación. A este respecto, el banco central debe especificar su objetivo, elaborar y aplicar un método coherente y sistemático para poner en práctica la política monetaria y transmitir a los agentes de forma clara y abierta la información pertinente. Estos son aspectos clave para alcanzar un elevado nivel de credibilidad, que es un requisito previo imprescindible para influir en las expectativas de los agentes económicos.

En segundo lugar, debido a los retardos que tienen lugar en el proceso de transmisión, los cambios de política monetaria que se produzcan en el presente sólo repercutirán en el nivel de los precios una vez transcurridos varios trimestres o varios años. Esto significa que los bancos centrales tienen que determinar la orientación que es necesario imprimir hoy a la política monetaria para mantener la estabilidad de precios en el futuro, cuando se obtengan los resultados finales del proceso. En este sentido, la política monetaria debe formularse teniendo en cuenta la evolución futura.

Como los retardos en la transmisión impiden, en el corto plazo, que la política monetaria pueda contrarrestar las perturbaciones imprevistas en el nivel de precios como, por ejemplo, las provocadas por variaciones de los precios internacionales de las materias primas, es inevi-

La política monetaria debe servir de ancla a las expectativas de inflación,...

...tener en cuenta la evolución futura,...

...centrar su atención en el medio plazo...

table que se produzca cierta volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación. Además, debido a la complejidad del proceso de transmisión, siempre existe una elevada incertidumbre en torno a los efectos de la política monetaria. Por tanto, es importante que la política monetaria tenga una orientación a medio plazo y que se evite un activismo excesivo que introduzca una variabilidad innecesaria en las variables reales de la economía.

...y basarse en un conjunto amplio de indicadores

Finalmente, el BCE, al igual que cualquier otro banco central, se enfrenta a una incertidumbre considerable respecto a la fiabilidad de los indicadores económicos, la estructura de la economía y el mecanismo de transmisión de la política monetaria, entre otros elementos. Por lo tanto, para tener éxito, una política monetaria ha de basar sus decisiones en un conjunto amplio de indicadores, tomando en consideración toda la información relevante con el fin de comprender todos los factores que determinan la evolución económica, y no depender de un solo modelo de la economía.

La función de la estrategia: un marco general para las decisiones de política monetaria

El BCE ha adoptado y anunciado una estrategia de política monetaria para asegurar un enfoque coherente y sistemático de las decisiones de política monetaria. Esta estrategia incorpora los principios generales anteriormente mencionados, con el fin de superar los retos que ha de afrontar el banco central, y pretende establecer un marco general para la adopción de decisiones relativas al nivel apropiado de los tipos de interés a corto plazo.

Principales elementos de la estrategia de política monetaria del BCE

El primer elemento de la estrategia de política monetaria del BCE es una definición cuantitativa de la estabilidad de precios. Además, la estrategia proporciona un marco que garantiza que el Consejo de Gobierno evalúa toda la información pertinente y realiza los análisis

necesarios para adoptar sus decisiones de política monetaria, teniendo en cuenta la evolución futura de las variables económicas, y, de esta forma, asegura el mantenimiento de la estabilidad de precios. A este respecto, la estrategia también proporciona un marco para explicar al público con claridad y transparencia las decisiones adoptadas. Las restantes secciones de este capítulo describen estos elementos con mayor detalle.

### 3.4 DEFINICIÓN CUANTITATIVA DE ESTABILIDAD DE PRECIOS DEL BCE

Aunque el Tratado establece claramente que el objetivo principal del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios, no ofrece una definición precisa de lo que se entiende como tal. Para determinar este objetivo con mayor precisión, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la siguiente definición cuantitativa en 1998: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo». Tras efectuar una exhaustiva evaluación de su estrategia de política monetaria en el 2003, el Consejo de Gobierno aclaró que, de acuerdo con la definición, su objetivo es mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

El BCE ha definido la estabilidad de precios en términos cuantitativos

El Consejo de Gobierno decidió hacer pública una definición cuantitativa de estabilidad de precios por varias razones. En primer lugar, la definición ayuda a comprender mejor el marco de política monetaria porque clarifica y hace más transparente la interpretación que hace el Consejo de Gobierno del objetivo que le ha asignado el Tratado. En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios proporciona

Esta definición sirve de ancla a las expectativas de inflación y fomenta la transparencia y la rendición de cuentas del BCE

### Recuadro 3.2 Construcción y características del IAPC

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

Existen datos del IAPC publicados por Eurostat desde enero de 1995 en adelante, así como estimaciones del índice general y de sus componentes principales a partir de 1990, aunque no son plenamente comparables con los datos del IAPC disponibles desde 1995. Basándose en las ponderaciones del gasto en consumo aplicables para el 2003, los bienes y servicios representan el 59,1% y el 40,9%, respectivamente, del IAPC (véase cuadro 3.2). La desagregación del índice en sus distintos componentes tiene como objetivo fundamental distinguir los diferentes factores económicos que influyen en su comportamiento. Por ejemplo, la evolución del componente energético está estrechamente relacionada con la de los precios del petróleo. Por su parte, los alimentos se dividen en alimentos elaborados y no elaborados, porque los precios de estos últimos se ven influidos por las condiciones climatológicas y por pautas estacionales, factores con un efecto mucho menor sobre los precios de los alimentos elaborados. Los precios de los servicios se subdividen en cinco componentes cuya evolución, caracterizada por distintas condiciones de mercado, suele ser diferente.

Las medidas de armonización del IAPC adoptadas en los distintos países se ajustan a varios reglamentos y orientaciones de la Comunidad Europea acordados con los Estados miembros. Entre otras cosas, estas medidas se refieren a la cobertura del gasto en consumo, a las normas iniciales relativas a los procedimientos para efectuar ajustes por la calidad, al tratamiento de los nuevos bienes y servicios y a la revisión de las ponderaciones. El término «iniciales» se utiliza porque está prevista una armonización adicional en diversos ámbitos. Además, se ha acordado una clasificación armonizada detallada de los subíndi-

### Cuadro 3.2 Ponderaciones de los principales componentes del IAPC de la zona del euro aplicadas en el año 2003

<b>Índice general</b>	<b>100,0</b>
Precios de los bienes	59,1
Alimentos no elaborados	7,6
Alimentos elaborados	11,7
Bienes industriales no energéticos	31,6
Energía	8,2
Servicios	40,9
De vivienda	10,4
Transporte	6,3
Comunicaciones	2,9
Recreativos y personales	14,9
Varios	6,4

Fuente: Eurostat.

ces, que permite una comparación coherente, entre los países de la zona del euro, de la evolución de los precios en distintos subgrupos de gasto en consumo. Como consecuencia de su armonización y de las mejoras estadísticas introducidas con el fin de aumentar su precisión, fiabilidad y puntualidad, el IAPC se ha convertido en un índice de precios de gran calidad y de referencia internacional, así como en un indicador ampliamente comparable entre países. Todavía se están introduciendo mejoras en lo que respecta a los criterios que se han de seguir en el ajuste por la calidad y en el muestreo, así como en el tratamiento de los costes de la vivienda en régimen de propiedad.

una referencia clara y susceptible de medición, que permite a la opinión pública exigir responsabilidades al BCE. Al poder identificarse las desviaciones de la evolución de los precios con respecto a la definición de estabilidad, el público puede exigir al BCE una explicación sobre tales desviaciones y sobre la manera en que pretende reestablecer la estabilidad de precios en un plazo aceptable. Por último, la definición proporciona a los agentes una referencia para la formación de sus expectativas sobre la evolución futura de los precios. Todos estos aspectos positivos de la definición se acentuaron con la clarificación del Consejo de Gobierno de que, de acuerdo con la definición, su objetivo es mantener las tasas de inflación próximas al 2%.

**Atención a la zona del euro en su conjunto**

La definición de estabilidad de precios deja claro que las competencias del Eurosistema se refieren al conjunto de la zona del euro. Por consiguiente, la estabilidad de precios se evalúa a partir de la evolución de los precios de la zona considerada en su conjunto, y las decisiones relativas a la política monetaria única aspiran a lograr la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Este enfoque es la consecuencia natural del hecho de que, en una unión monetaria, la política monetaria únicamente puede influir en el nivel medio de los tipos de interés del mercado monetario de la zona, usando, por ejemplo un instrumento uniforme en toda la zona.

La definición también identifica el índice de precios específico, el IAPC de la zona del euro, que ha de utilizarse para determinar si se ha alcanzado la estabilidad. El IAPC es un índice que se ha armonizado en los distintos países de la zona del euro y es el que mejor aproxima las variaciones registradas a lo largo del tiempo en el precio de una cesta representativa de bienes de consumo (véase recuadro 3.2). La utilización de un índice armonizado hace patente el compromiso del BCE de ofrecer una protección plena y eficaz frente a la pérdida de poder adquisitivo del dinero.

Al hacer referencia a «un incremento del IAPC inferior al 2%», la definición pone de manifiesto que tanto la inflación por encima del 2% como la deflación, es decir, la reducción del nivel de los precios, son incompatibles con la estabilidad de precios. En este sentido, la indicación explícita del BCE de que su objetivo es mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, pero próxima a este valor (cerca del límite superior de la definición) subraya su compromiso de proporcionar un margen adecuado para evitar el riesgo de deflación.

Como la deflación entraña para la economía costes similares a los de la inflación (véase sección 3.1), es importante evitar que se produzca y, en especial, que se consolide. En un entorno deflacionista, es posible que la política monetaria no pueda estimular suficientemente la demanda agregada utilizando

**El IAPC**

**Motivos para tratar de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor:...**

**... los costes de la deflación,...**

el instrumento de los tipos de interés, puesto que los tipos nominales no pueden ser inferiores a cero. Cualquier intento de situar el tipo de interés nominal por debajo de cero fracasaría, ya que el público preferiría mantener efectivo a prestar dinero o mantener depósitos a un tipo de interés negativo. Además, aunque pudiera adoptarse otras medidas de política monetaria alternativas, incluso con tipos de interés nominales iguales a cero, no puede asegurarse su eficacia. A la política monetaria le resulta más difícil luchar contra la deflación que contra la inflación.

...tomar en consideración un posible sesgo de medición...

Al fijar el límite superior de la inflación claramente por encima de cero y aspirar a conseguir una inflación por debajo del 2%, pero próxima a este valor, el BCE también está teniendo en cuenta la posibilidad de que la inflación medida por el IAPC sobreestime ligeramente la inflación verdadera, como consecuencia de un sesgo, limitado pero positivo, en la medición de las variaciones del nivel de los precios por medio del IAPC. Por diversos motivos, los índices de precios de consumo pueden estar sujetos a errores de medición, como en los casos en que los precios no se ajusten adecuadamente a las variaciones en la calidad o si algunos consumos importantes quedan sistemáticamente fuera de la muestra utilizada en la construcción del índice.

En diferentes estudios económicos realizados en el pasado se ha identificado un sesgo limitado, pero positivo, en la medición de los índices de precios de consumo nacionales, lo que sugiere que (como consecuencia de mejoras en la calidad de los bienes, por ejemplo) una tasa de inflación nula podría implicar, en realidad, una ligera reducción del nivel de precios. En lo que respecta a la zona del euro, dada su breve historia, apenas se dispone de evidencia de que se haya

producido un sesgo de medición en el IAPC. No obstante, algunos estudios indican que es probable que la magnitud del sesgo sea limitada, aún cuando la incertidumbre en torno a estas estimaciones continúa siendo muy elevada. Además, si se toman en consideración las continuas mejoras que Eurostat (el órgano de la Comisión Europea responsable de estas estadísticas para la UE) está introduciendo en las propiedades del IAPC como indicador, el sesgo citado probablemente continuará disminuyendo en el futuro.

La fijación de un objetivo preciso para la política monetaria en una unión monetaria también tiene en cuenta la existencia de diferenciales de inflación entre las distintas regiones, con el fin de evitar que algunas de ellas se vean obligadas a operar estructuralmente con tasas de inflación excesivamente bajas o negativas. En principio, los diferenciales de inflación entre regiones son un rasgo habitual de cualquier unión monetaria y constituyen parte integral del mecanismo de ajuste que opera ante divergencias registradas en la evolución económica en las distintas regiones. La política monetaria sólo puede afectar al nivel de precios de la zona del euro en su conjunto, y no puede influir en los diferenciales de inflación entre distintas regiones o ciudades.

Los diferenciales de inflación pueden tener su origen en factores transitorios y, por consiguiente, ser de carácter temporal. En este caso, no son motivo de preocupación de índole económica. Sin embargo, si la convergencia real entre regiones de una unión monetaria no es completa, pueden generarse diferenciales de inflación estructural entre las distintas regiones que conforman la unión. Por ejemplo, en un área monetaria puede haber discrepancias en los niveles iniciales de renta y en los procesos de convergencia de los niveles de vida.

... y las implicaciones de los diferenciales de inflación en la zona del euro

La existencia de diferencias de inflación estructural en la zona del euro podría crear problemas económicos en países o regiones con tasas de inflación inferiores a la media, sobre todo en aquellos que tuvieran que operar estructuralmente con tasas de inflación negativas. Tales problemas pueden plantearse, por ejemplo, si una economía resulta afectada por rigideces nominales a la baja, esto es, por la dificultad o la imposibilidad de recortar salarios y precios, que impiden realizar los ajustes necesarios de los precios relativos y, de ese modo, obstaculizan una asignación eficiente de recursos.

Dadas las inevitables diferencias de inflación citadas, se ha argumentado que la política monetaria del BCE debería tratar de conseguir, en el medio plazo, una tasa de inflación para el conjunto de la zona lo suficientemente elevada como para impedir que regiones con tasas de inflación estructuralmente más bajas tengan que asumir los costes de las posibles rigideces nominales a la baja o que se registren períodos prolongados de deflación. Según todos los estudios disponibles, una tasa de inflación para la zona del euro por debajo del 2%, pero próxima a este valor, también proporciona margen suficiente a este respecto.

**La orientación a medio plazo**

Finalmente, un aspecto fundamental de la política monetaria del BCE es que aspira a alcanzar la estabilidad de precios «en el medio plazo». Como se ha subrayado anteriormente, existe consenso con respecto a que la política monetaria no puede, y, en consecuencia, no debe, tratar de ajustar la evolución de los precios o de la inflación en horizontes temporales cortos, de unas pocas semanas o de meses. Los cambios registrados en la política monetaria sólo repercuten en los precios con un desfase temporal, y la magnitud de su efecto final es incierta (véase sección 3.2). Esto significa que la política monetaria no puede

contrarrestar todas las perturbaciones imprevistas que afecten al nivel de precios, y por consiguiente, es inevitable que la inflación registre cierta volatilidad a corto plazo. Como se explica en el recuadro 3.3, la orientación a medio plazo también permite a la política monetaria tener en cuenta la preocupación sobre las fluctuaciones del producto, sin perjuicio de alcanzar su objetivo primordial.

### **3.5 ANÁLISIS DE LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS EN LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE**

Para cumplir el objetivo de mantener la estabilidad de precios, el BCE, como cualquier otro banco central, debe llevar a cabo un análisis exhaustivo de la evolución económica.

#### **Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE**

El enfoque del BCE en lo que respecta a la organización, evaluación y verificación de la información relevante en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios se basa en dos perspectivas analíticas, denominadas los dos «pilares». El Consejo de Gobierno del BCE confirmó y clarificó este enfoque en mayo del 2003.

**El marco basado en dos pilares es un instrumento para organizar la información...**

En la estrategia del BCE, las decisiones de política monetaria se basan en un análisis detallado de los riesgos para la estabilidad de precios. Este análisis se organiza a partir de dos perspectivas complementarias sobre la determinación de la evolución de los precios. La primera perspectiva tiene por objeto evaluar los determinantes de corto a medio plazo del comportamiento de los precios, centrandó la atención en la actividad real y en la situación financiera de la economía; toma en consideración el hecho de que la evolución de los precios en el horizonte citado se ve influida, en gran

**...a partir de dos perspectivas analíticas...**

### Recuadro 3.3 La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE

Una economía está sometida continuamente a perturbaciones en gran medida impredecibles, que también afectan a la evolución de los precios. Al mismo tiempo, la política monetaria influye en esta evolución con retardos considerables, que son variables y, al igual que la mayor parte de las relaciones económicas, muy inciertos. En este contexto, a cualquier banco central le resultaría imposible mantener en todo momento la inflación en un objetivo puntual concreto o lograr que retorne al nivel deseado en un período de tiempo muy breve. Por ello, la política monetaria ha de actuar teniendo en cuenta la evolución futura, y únicamente puede mantener la estabilidad de precios durante períodos más prolongados. Este es el razonamiento que subyace a la orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE.

El concepto de «a medio plazo» conlleva, intencionadamente, cierta flexibilidad en lo que respecta al horizonte temporal exacto. Esto es así porque se considera que no es recomendable especificar con antelación un horizonte temporal preciso para la ejecución de la política monetaria, dado que el mecanismo de transmisión abarca un período variable e incierto. Además, la respuesta óptima de la política monetaria para garantizar la estabilidad de precios depende siempre de la naturaleza y magnitud específicas de las perturbaciones que afectan a la economía. En lo que respecta a una amplia variedad de perturbaciones (como las perturbaciones de demanda, que mueven el producto y los precios en la misma dirección), suele ser adecuada una pronta reacción de la política monetaria, que no sólo preservará la estabilidad de precios, sino que también contribuirá a estabilizar la economía. Sin embargo, existen otras perturbaciones económicas (relacionadas con el incremento de los costes, como las subidas de los precios del petróleo) que hacen que el producto y los precios se muevan en dirección opuesta. En tales circunstancias, una respuesta de la política monetaria excesivamente agresiva para reestablecer la estabilidad de precios en un período muy breve de tiempo puede entrañar un coste considerable en términos de volatilidad del producto y del empleo que, a más largo plazo, podría afectar también a la evolución de los precios. En estos casos existe un amplio consenso respecto a que una respuesta gradual de la política monetaria sería la adecuada, con el fin tanto de evitar una volatilidad excesivamente elevada de la actividad real, como de mantener la estabilidad de precios en un horizonte temporal más prolongado. De este modo, la orientación a medio plazo proporciona, asimismo, al BCE la flexibilidad necesaria para responder de forma apropiada a las diferentes perturbaciones económicas que puedan producirse.

medida, por la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores. El BCE denomina esta perspectiva «análisis económico». La segunda perspectiva, conocida como «análisis monetario», se centra en un horizonte más dilatado, y aprovecha el vínculo a largo plazo existente entre el dinero y los precios. El análisis monetario sirve principalmente como medio para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, la información de corto a medio plazo que proporciona el análisis económico.

El enfoque basado en dos pilares está destinado a asegurar que no se pierda información relevante en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios y que se presta la atención adecuada a las distintas perspectivas y al contraste de la información, con el fin de obtener una valoración general de tales riesgos. Este enfoque representa y transmite al público la idea de un análisis diversificado, y garantiza que las decisiones se adoptan con rigor, teniendo en cuenta diferentes perspecti-

...con el fin de que no se pierda información relevante

vas analíticas (véase recuadro 3.4 para un estudio de las estrategias de política monetaria alternativas).

### **Análisis económico**

**El análisis de los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios...**

El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios. Entre las variables económicas y financieras que se someten a este análisis se encuentran la evolución del producto total, la demanda agregada y sus componentes, la política presupuestaria, la situación de los mercados de capitales y de trabajo, una amplia gama de indicadores de precios y costes, la trayectoria del tipo de cambio, la economía mundial y la balanza de pagos, los mercados financieros, así como la situación patrimonial de los sectores de la zona del euro. Todos estos factores son útiles para valorar 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.

**....contribuye a poner de manifiesto la naturaleza de las perturbaciones**

En este análisis se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos en el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo de su propagación en la economía. Para tomar las decisiones adecuadas, el Consejo de Gobierno debe tener 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. Por ejemplo, la respuesta adecuada de política monetaria a las consecuencias inflacionistas de un alza transitoria del precio del petróleo en los mercados internacionales podría

ser diferente de la que cabría dar a un aumento de los precios de consumo resultante de incrementos salariales que no se corresponden con el crecimiento de la productividad. El primer caso origina un crecimiento transitorio y breve de la inflación, que revierte rápidamente. Si esta perturbación no genera expectativas de inflación más elevada, puede plantear menores riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, en el caso de subidas salariales excesivas, existe el peligro de que se produzca una espiral autosostenida de costes más altos, alzas de precios y demandas salariales más elevadas. Para evitar esta espiral, la respuesta apropiada puede ser la adopción decidida de una medida de política monetaria que reafirme el compromiso del banco central con el mantenimiento de la estabilidad de precios y que contribuya a estabilizar las expectativas de inflación.

En este contexto, el BCE analiza periódicamente la evolución del producto total, de la demanda y de la situación del mercado de trabajo, una amplia gama de indicadores de precios y costes, la política presupuestaria, así como la balanza de pagos de la zona del euro. Estos indicadores contribuyen, entre otras cosas, a evaluar las fluctuaciones de la demanda y la oferta agregadas, así como el grado de utilización de la capacidad productiva. En el recuadro 3.5 se incluyen algunos de los indicadores de la evolución económica que analiza el BCE y se subraya la importancia de disponer de estadísticas de gran calidad.

**Análisis de los indicadores de la economía real**

La evolución de los indicadores de los mercados financieros y del precio de los activos también son objeto de atento seguimiento, en tanto que pueden influir en el comportamiento de los precios (véase sección 3.2). El precio de los activos y los rendimientos financieros también pueden analizarse para obtener

**Análisis de la evolución de los mercados financieros**

### Recuadro 3.4 Estrategias de política monetaria alternativas

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

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

Si bien la experiencia de los bancos centrales en esta materia influyó en el diseño de la estrategia del BCE, la institución decidió no adoptar este enfoque al considerar que la información que proporcionan las variables macroeconómicas distintas del dinero es importante para la adopción de decisiones de política monetaria orientadas hacia la estabilidad de precios. Además, existe cierta incertidumbre con respecto a las propiedades empíricas del dinero en la zona del euro, como resultado de los cambios institucionales y de comportamiento derivados de la transición a la Unión Monetaria y, de forma más general, de la posibilidad de que factores de carácter extraordinario pudieran distorsionar temporalmente la evolución monetaria. Por consiguiente, no es aconsejable basarse exclusivamente en el análisis monetario.

Otra estrategia es el establecimiento de un objetivo directo de inflación. En lugar de basar las decisiones de política monetaria en el dinero, este enfoque se centra en la evolución de la propia inflación en relación con un objetivo de inflación que se hace público. Los bancos centrales que utilizan este enfoque comunican las decisiones de política monetaria en términos de una reacción más o menos mecánica a desviaciones de la inflación prevista con respecto a un objetivo de inflación establecido para un horizonte temporal concreto. En este caso, la previsión de inflación del banco central es el elemento central de los análisis y debates sobre política monetaria, tanto en el seno del propio banco central como en sus presentaciones ante la opinión pública.

Aunque existen muchas similitudes entre la estrategia del BCE y las de otros bancos centrales que utilizan el objetivo directo de inflación, el BCE decidió no adoptar esta estrategia en el sentido anteriormente indicado por varias razones. En primer lugar, centrarse solamente en un dato de inflación prevista no proporciona un marco completo y fiable para identificar la naturaleza de los riesgos para la estabilidad de precios. En general, la respuesta de política monetaria adecuada depende del origen de estos riesgos y requiere, como mínimo, un análisis más profundo de la situación y del comportamiento económico subyacente que el que ofrece el simple dato de inflación prevista. En segundo lugar, algunos aspectos del método clásico de establecimiento de un objetivo de inflación, como un horizonte temporal fijo de la previ-

sión (dos años, por ejemplo) en el que basar las decisiones de política monetaria, son algo arbitrarios, y, en muchas circunstancias, no parecen ser óptimos. Así, es posible que en las decisiones de política monetaria sea necesario tener en cuenta factores tales como la presencia de desequilibrios financieros y de desajustes en el precio de los activos, que pueden influir en la inflación más allá del horizonte temporal elegido. En tercer lugar, es difícil integrar la información contenida en los agregados monetarios en las previsiones de inflación que se basan en modelos macroeconómicos convencionales. Por último, el BCE considera poco prudente depender de una sola previsión, dada la considerable incertidumbre que rodea a la estructura de la economía de la zona del euro, prefiriendo adoptar un enfoque diversificado para el análisis de los datos económicos basado en distintos métodos analíticos.

Una tercera estrategia es el establecimiento de objetivos de tipo de cambio, adoptada por varios países europeos antes de la Unión Monetaria en el contexto del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Para economías abiertas de pequeñas dimensiones, en las que la producción y el consumo de bienes procedentes de mercados internacionales representan una parte importante de la economía, la evolución del tipo de cambio puede tener una incidencia significativa en el nivel de precios a través de su efecto en los precios de importación. No se consideró apropiado adoptar una estrategia de objetivos de tipo de cambio para la zona del euro, ya que es una economía relativamente cerrada y de gran tamaño en la que el impacto de las variaciones de los tipos de cambio en el nivel de precios tiene una importancia menor.

información sobre las expectativas de los mercados financieros, incluida la evolución futura esperada de los precios. Por ejemplo, al comprar y vender bonos, los participantes en el mercado manifiestan, implícitamente, sus expectativas con respecto a la futura evolución de los tipos de interés reales y de la inflación. Aplicando diversas técnicas, un banco central puede analizar el precio de los activos financieros para averiguar cuáles son las expectativas implícitas de los mercados en relación con la evolución futura.

Los mercados de activos, y, por tanto, el precio de éstos, tienen en cuenta, por su propia naturaleza, la evolución futura. En consecuencia, las variaciones registradas en el precio de los activos reflejan, en gran medida, las «noticias», es decir, información sobre acontecimientos que los mercados no esperaban. En este sentido, el seguimiento del precio de los activos podría ayudar a identi-

ficar las perturbaciones que ya están afectando a la economía, incluidas las que influyen en las expectativas sobre la evolución económica futura. Al analizar los mercados financieros, se evalúa la información estadística sobre el precio de los activos financieros procedente de diversas fuentes. Por otra parte, el propio BCE recopila determinados datos estadísticos (véase recuadro 3.5).

La evolución del tipo de cambio también se analiza con detenimiento por sus consecuencias para la estabilidad de precios. Como se analiza en la sección 3.2, los movimientos del tipo de cambio inciden directamente en la evolución de los precios por sus efectos en los precios de importación. Las variaciones del tipo de cambio pueden también alterar la competitividad en términos de precios en los mercados internacionales de los bienes producidos internamente, e influir, por consiguiente, en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de los pre-

**Análisis  
de la evolución  
del tipo  
de cambio**

### Recuadro 3.5 Estadísticas relacionadas con la evolución económica y financiera de la zona del euro

Como se explica en el capítulo 3, la cadena de causas y efectos que relacionan las decisiones de política monetaria con el nivel de precios es compleja y conlleva retardos que pueden ser considerables. Por consiguiente, es necesario analizar una amplia variedad de indicadores con el fin de evaluar las perspectivas para la estabilidad de precios.

En primer lugar, en términos de evolución de los precios y los costes, el comportamiento de los precios en la industria, medida por los precios industriales, puede constituir un indicador valioso de los cambios de los precios de consumo en el futuro, ya que las variaciones de los costes de producción repercuten en los precios de consumo. Los costes laborales, un componente importante de los costes de producción totales, tienen un impacto significativo en la formación de los precios. Las estadísticas de costes laborales facilitan, además, información sobre la competitividad de la economía de la zona del euro.

En segundo lugar, los indicadores de producto y de demanda (cuentas nacionales, estadísticas a corto plazo sobre la actividad en la industria y los servicios, pedidos y datos cualitativos procedentes de las encuestas de opinión) proporcionan información sobre la situación del ciclo económico, un elemento sustancial del análisis del BCE de las perspectivas para la evolución de los precios. Por otra parte, las cifras relativas al mercado de trabajo (empleo, desempleo, vacantes y participación) son cruciales para el seguimiento de la coyuntura y para el análisis de los cambios estructurales en el funcionamiento de la economía de la zona del euro. Asimismo, el sector público contribuye de forma significativa a la actividad económica, por lo que la información sobre las cuentas financieras y no financieras de este sector es fundamental.

En tercer lugar, las estadísticas de balanza de pagos, junto con las de comercio exterior, proporcionan información importante sobre el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones que puede generar presiones inflacionistas al influir en las condiciones de la demanda. Estos datos también permiten efectuar un seguimiento de los precios de comercio exterior, actualmente aproximados por los índices de valor unitario de las exportaciones y de las importaciones. Estos índices contribuyen a evaluar, en particular, el posible impacto de las variaciones de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas (como el petróleo) en los precios de importación. Aunque la zona del euro es una economía relativamente cerrada, en comparación con la de los distintos países que han adoptado el euro, la inflación importada sí afecta a la evolución de los precios industriales y de consumo internos.

En cuanto a la evolución financiera, las estadísticas del balance de las instituciones financieras monetarias (IFM) proporcionan información que puede utilizarse para determinar los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas (véase recuadro 2.3). También constituyen la base para el cálculo de las reservas mínimas que deben mantener las IFM en los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Además, el BCE recopila estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos. Por otra parte, los datos de las cuentas financieras presentan transacciones financieras y balances para todos los sectores económicos, como los hogares y la socie-

dades financieras y no financieras. Estas estadísticas muestran la inversión financiera y las actividades de financiación de los distintos sectores, la evolución de la riqueza y de la deuda, y las interrelaciones financieras entre los sectores.

Con el fin de obtener información más detallada sobre la evolución de las condiciones de financiación, el BCE ha elaborado una encuesta de préstamos bancarios de la zona del euro, cuyos datos sirven para complementar las estadísticas sobre el crédito y los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, proporcionando información sobre las condiciones de la oferta y la demanda en los mercados de crédito y sobre la política crediticia de las entidades de crédito de la zona. Por último, el BCE también publica estadísticas mensuales sobre valores de renta fija y acciones cotizadas y estadísticas trimestrales sobre fondos de inversión y sobre financiación e inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro. También se publican estadísticas de la evolución de los precios en los mercados financieros. Todas estas estadísticas se utilizan intensivamente para analizar de forma sistemática las estructuras y la dinámica de los mercados financieros, incluidas las expectativas de los agentes económicos en relación con la evolución económica y financiera futura.

Es imprescindible disponer de estadísticas de alta calidad para obtener una imagen fidedigna de la economía. Los errores en materia de política monetaria causados por estadísticas incompletas o poco fiables pueden ser costosos en términos de mayor inflación y de aumento de la volatilidad de la actividad económica. La calidad de las estadísticas se refiere a varios aspectos, cuya prioridad varía en función del tipo de estadísticas. En primer lugar, deben abarcar todos los sectores industriales e institucionales de la economía. Además de las estadísticas tradicionales sobre la industria y el comercio, se necesita disponer de indicadores para los servicios, cuya trascendencia es cada vez mayor. En segundo lugar, la armonización de los conceptos y métodos es fundamental para garantizar que cualquier indicador de la zona del euro obtenido a partir de series nacionales proporcione información fiable para la toma de decisiones de política monetaria. En tercer lugar, la puntualidad y una periodicidad suficientemente alta de los datos son esenciales para la ejecución de una política monetaria que tenga en cuenta la evolución futura. En cuarto lugar, los datos históricos son fundamentales para llevar a cabo análisis econométricos que contribuyan a la comprensión de la economía de la zona del euro.

Se trabaja permanentemente para ampliar y mejorar las estadísticas de la zona del euro, y se han definido pautas metodológicas comunes para muchas áreas de las estadísticas de la zona, adoptándose una serie de iniciativas. En los últimos años se han desarrollado nuevos indicadores en diversos ámbitos estadísticos, y se han realizado progresos, tanto respecto a la puntualidad como a la comparabilidad de las series estadísticas. Entre las iniciativas acometidas, cabe señalar, en especial, el Plan de Acción de la UEM sobre exigencias en materia estadística de septiembre del 2000, elaborado por la Comisión Europea (Eurostat) en estrecha colaboración con el BCE, y en el que se señalan las mejoras más urgentes que deben realizarse en las estadísticas económicas. Estas iniciativas se han ampliado con la creación de una lista de indicadores de la zona del euro que se consideran fundamentales para el análisis económico a corto plazo. Esta lista, denominada «Principales Indicadores Económicos Europeos», también establece objetivos de puntualidad rigurosos para la publicación de los agregados de la zona del euro, que deben alcanzarse en el 2005.

cios. Si el impacto de estas variaciones modifica las expectativas y el comportamiento de quienes fijan los salarios y los precios, pueden añadirse efectos indirectos derivados del tipo de cambio.

**El análisis económico se ha enriquecido con el tiempo**

El análisis económico del BCE se ha ampliado y enriquecido considerablemente con el tiempo, debido, sobre todo, a los avances efectuados en la elaboración de estadísticas financieras y de la economía real de la zona del euro, y en el tratamiento analítico de esta información. Además, se han desarrollado una serie de modelos analíticos y empíricos para evaluar y comprender mejor la evolución pasada y presente, para elevar la fiabilidad de las previsiones a corto plazo y para fundamentar las proyecciones macroeconómicas para la economía de la zona del euro elaboradas periódicamente. Mediante el seguimiento de los datos recibidos y la utilización de todas las herramientas analíticas disponibles, se puede realizar continuamente una evaluación exhaustiva de la situación económica y de las perspectivas para la zona del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro...**

En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema desempeñan un importante papel en el análisis económico. Las proyecciones que elaboran los expertos contribuyen a estructurar y sintetizar una gran cantidad de datos económicos y aseguran la coherencia entre las distintas fuentes económicas. En este sentido, constituyen un elemento clave para mejorar la valoración de las perspectivas económicas y de las fluctuaciones de corto a medio plazo en torno a la tendencia de la inflación.

**...se basan en supuestos técnicos,...**

El término «proyección» se utiliza para subrayar el hecho de que las proyecciones publicadas son el resultado de un escenario basado en un conjunto de supuestos técnicos, entre los que

se incluye el supuesto de que los tipos de interés a corto plazo permanecerán estables. Muchos bancos centrales elaboran de esta manera las proyecciones, para informar a los responsables de las decisiones de política monetaria de lo que puede suceder si los tipos de interés oficiales se mantienen sin cambios.

En vista de lo anterior, ha de quedar claro que las proyecciones no constituyen, en general, las mejores previsiones sobre los resultados futuros, especialmente en horizontes temporales algo más amplios. Más bien, representa un escenario poco probable de materializarse en la práctica, ya que la política monetaria siempre se orientará para responder a cualquier amenaza que ponga en peligro la estabilidad de precios. Por lo tanto, bajo ninguna circunstancia debe considerarse que las proyecciones macroeconómicas de la inflación elaboradas por los expertos del Eurosistema ponen en entredicho el compromiso adquirido por el Consejo de Gobierno de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Quienes fijan los salarios y los precios (esto es, las Administraciones Públicas, las empresas y los hogares) deben confiar en la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE y, sobre todo, en el objetivo de mantener la inflación por debajo del 2%, aunque próxima a este valor, como la mejor predicción sobre la evolución de los precios de medio a largo plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se elaboran utilizando información e instrumentos diversos. Se dispone de varios modelos econométricos diferentes, tanto para la zona del euro como para cada uno de los países que la integran. Dada la incertidumbre de los modelos, es preferible emplear una gama lo más amplia posible que contemple diversas

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

perspectivas de la estructura económica y estimaciones basadas en distintas metodologías, que basarse en un solo modelo de carácter singular e integral. Las proyecciones obtenidas a partir de estos modelos se ajustan recurriendo a los conocimientos técnicos de los expertos del BCE y de los BCN.

**No obstante, las proyecciones tienen ciertas limitaciones...**

A pesar de su utilidad, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos tienen sus limitaciones. En primer lugar, la proyección final depende, en gran medida, del marco conceptual y de las técnicas empleadas. Cualquier marco que se utilice constituye una simplificación de la realidad y, en ocasiones, puede pasar por alto aspectos fundamentales que son relevantes para la política monetaria.

En segundo lugar, las proyecciones económicas sólo pueden proporcionar una descripción sucinta de la economía y, por lo tanto, no incorporan toda la información relevante. En concreto, hay información importante, como la que contienen los agregados monetarios, que no resulta fácil de integrar en el marco que se utiliza para elaborar las proyecciones, o bien la información puede variar una vez finalizadas las proyecciones.

En tercer lugar, las proyecciones incorporan, inevitablemente, las opiniones de los expertos, y pueden existir buenas razones para no estar de acuerdo con algunas de esas opiniones. En cuarto lugar, las proyecciones siempre se basan en supuestos concretos, como los relativos a los precios del petróleo o a los tipos de cambio, con los que es posible no estar de acuerdo o que pueden variar rápidamente, haciendo que las proyecciones queden obsoletas.

Otra consideración adicional guarda relación con el hecho de que el grado de fiabi-

lidad de las previsiones tiende a disminuir significativamente conforme se amplía su horizonte de predicción. En algunas ocasiones, sobre todo por la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de las variaciones del precio de los activos, puede resultar aconsejable que un banco central fije los tipos de interés en respuesta a esta incertidumbre, para que la estabilidad de precios en horizontes temporales más amplios que los horizontes de previsión convencionales no se vea afectada.

Por último, teniendo en cuenta los supuestos en que se suelen basar los modelos utilizados para realizar previsiones, es aconsejable que un banco central evalúe y compare el rigor de la información procedente de distintas fuentes. Para efectuar una valoración completa de la situación económica y de las perspectivas para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno debe recibir información derivada de una variedad de técnicas y de simulaciones de política monetaria que se basan en diversos modelos, y ha de aplicar su propio criterio, sobre todo en lo que respecta a la probabilidad de que finalmente se materialicen determinados escenarios hipotéticos. Por consiguiente, el uso de las proyecciones debe ir siempre acompañado de un análisis articulado y amplio de las fuerzas económicas que actúan en la economía.

Por todos estos motivos, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos desempeñan una función importante, aunque limitada, en la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno las toma en consideración junto con otras muchas informaciones y distintos tipos de análisis, siempre en el marco basado en dos pilares, entre los que cabe señalar el análisis monetario, el análisis del precio de los activos financieros, los indicadores individuales y las previsiones de otras instituciones.

**...que apuntan a la necesidad de utilizar fuentes y técnicas diversas**

**En general, las proyecciones desempeñan una función importante, aunque limitada**

### Recuadro 3.6 Dinero y precios en el largo plazo

La relación de medio a largo plazo existente entre el dinero y la inflación en la zona del euro ha sido objeto de diversos estudios (véase la bibliografía), que enfocan el tema desde diferentes ángulos y utilizan distintas técnicas empíricas.

El primer grupo de estudios se ha centrado en la relación entre el dinero y la inflación en horizontes temporales diferentes. Se han utilizado distintas metodologías y filtros estadísticos, constatándose, en general, que los movimientos a largo plazo del dinero muestran una relación muy estrecha con las tendencias a más largo plazo de los precios.

El segundo grupo de estudios se ha ocupado, principalmente, de si el dinero puede ayudar a predecir los precios, es decir, si el dinero tiene propiedades de indicador adelantado. Aplicando diversas técnicas de predicción, parece que la evidencia relativa a que el crecimiento de los agregados monetarios amplios ayuda a predecir la inflación, sobre todo en horizontes temporales de más de dos años, es concluyente. Además, distintos indicadores monetarios pueden ofrecer información indirecta sobre los riesgos para la estabilidad de precios a través de su impacto en las variables económicas distintas de los precios, que, en su momento, pueden influir en la formación de los precios. Por ejemplo, los agregados monetarios estrechos tienen propiedades de indicador adelantado de las condiciones de la demanda y, con ello, de los comportamientos cíclicos. Por otra parte, tasas de crecimiento del dinero y del crédito superiores a las que se estiman suficientes para el sostenimiento de un crecimiento económico no inflacionista pueden, en determinadas circunstancias, señalar la aparición de desequilibrios financieros o de burbujas especulativas en el precio de los activos. Esta información puede indicar, en una fase inicial, la formación de fuerzas desestabilizadoras con implicaciones adversas para la actividad y, en el medio plazo, para los precios.

Por último, el tercer grupo de estudios ha tratado de explicar el comportamiento del dinero relacionándolo con una serie de variables económicas fundamentales, como el PIB real como una medida de la actividad, así como con distintos tipos de interés, como medidas del coste de oportunidad de mantener efectivo. Aunque, en general, este tipo de modelos puede utilizarse para cuantificar el signo y la magnitud del impacto de los determinantes anteriormente indicados en las tenencias de efectivo, con frecuencia también posibilita la distinción entre fuerzas dinámicas y equilibrios a más largo plazo. Por lo tanto, son especialmente adecuados para investigar la naturaleza y el impacto de las perturbaciones en las tenencias de efectivo.

Los resultados, generalmente positivos, de esta variedad de estudios pueden interpretarse como una confirmación de la existencia de una relación estable entre los saldos monetarios nominales y los precios de la zona del euro en el medio y largo plazos.

El Consejo de Gobierno no asume la responsabilidad de estas proyecciones ni las utiliza como instrumento único para efectuar y comunicar su evaluación.

#### **Análisis monetario**

El BCE asigna un papel destacado al dinero entre el conjunto de indicadores fundamentales que analiza y sobre los

que realiza un detenido seguimiento. Esta decisión se adoptó en reconocimiento del hecho de que el crecimiento monetario y la inflación están estrechamente relacionados en el medio y largo plazos (en el recuadro 3.6 se resumen los resultados de algunos estudios sobre este tema). Esta relación, ampliamente aceptada, proporciona a la política mo-

**El dinero  
proporciona  
un ancla nominal**

netaria un ancla nominal firme y fiable que trasciende los horizontes convencionales utilizados para construir previsiones de inflación. De este modo, otorgar un papel destacado al dinero en la estrategia de política monetaria del BCE es también una manera de respaldar su orientación a medio plazo. De hecho, la adopción de decisiones de política monetaria y la evaluación de sus consecuencias, no sólo a partir de indicaciones a corto plazo procedentes del análisis de la situación económica y financiera, sino también en función de consideraciones relacionadas con el dinero y la liquidez, permite a un banco

central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones y evitar la tentación de tomar medidas demasiado activistas.

Para señalar su compromiso con el análisis monetario y proporcionar una referencia para la valoración de la evolución monetaria, el BCE anunció un valor de referencia para el agregado monetario amplio M3, que corresponde a la tasa de crecimiento de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios en el medio plazo (el recuadro 3.7 presenta la manera de obtener el valor de referencia).

**El valor de referencia para el crecimiento monetario**

### **Recuadro 3.7 El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario**

El papel destacado del dinero en la estrategia del BCE queda indicado por el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio M3. La elección de M3 se basa en la evidencia, confirmada por diversos estudios empíricos, de que este agregado posee todas las propiedades deseadas y, en particular, el mantener una relación estable con la demanda de dinero y propiedades de indicador adelantado de la evolución futura de los precios en la zona del euro. El valor de referencia para M3 se calcula para que sea compatible con la consecución de la estabilidad de precios, por lo que desviaciones considerables o prolongadas del crecimiento monetario con respecto a dicho valor deberían, en circunstancias normales, indicar la existencia de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo.

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

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

El valor de referencia se basa en la definición de estabilidad de precios como un incremento del IAPC de la zona del euro inferior al 2% anual, además de en supuestos a medio plazo sobre el crecimiento del producto potencial y la velocidad de circulación tendencial de M3. En 1998, el supuesto del crecimiento tendencial a medio plazo del PIB real de la zona del euro estuvo comprendido entre el 2% y el 2,5% anual, teniéndose en cuenta las

estimaciones de organismos internacionales y del BCE. Se utilizaron varios métodos para calcular el supuesto de velocidad de circulación, como tendencias simples (univariantes) y modelos de demanda de dinero más complejos. En conjunto, los resultados apuntaron a un descenso interanual de la velocidad de circulación de M3 entre el 0,5% y el 1%. Sobre la base de estos supuestos, en diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno fijó el valor de referencia del BCE en el 4,5% anual. Además, el Consejo de Gobierno acordó analizar la evolución respecto al valor de referencia, a partir de la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales del agregado monetario amplio, con objeto de suavizar las fluctuaciones mensuales, que pueden ser bastante volátiles.

En el período comprendido entre 1999 y 2002, el Consejo de Gobierno revisó los supuestos sobre las tendencias a medio plazo del crecimiento potencial del producto y de la velocidad de circulación de M3 en que se basa el cálculo del valor de referencia para M3 al final de cada año. Dado que no se detectó la necesidad de modificar sustancialmente los supuestos subyacentes, el valor de referencia se mantuvo constante durante el citado período. En mayo del 2003, el Consejo de Gobierno decidió dejar de revisar anualmente el valor de referencia para M3, porque la experiencia ha demostrado que no es de esperar que los supuestos subyacentes a medio plazo cambien con frecuencia. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno puso de manifiesto que continuaría realizando un seguimiento de la validez de las condiciones y supuestos en que se basa el valor de referencia y que comunicaría cualquier cambio en cuanto fuera necesario.

Este valor constituye, por lo tanto, una referencia «natural» para analizar el contenido informativo de la evolución monetaria de la zona del euro. Sirve para recordar constantemente al banco central el principio fundamental de que, mientras responde a la evolución económica, nunca debe perder de vista el hecho de que, en horizontes temporales suficientemente amplios, la tasa de crecimiento monetario debe ser compatible con el objetivo de la estabilidad de precios. Sin embargo, debido al carácter de medio a largo plazo de la perspectiva de política monetaria, no existe una relación directa entre la evolución monetaria a corto plazo y las decisiones de política monetaria. Por lo tanto, la política monetaria no reacciona mecánicamente a las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

#### El análisis de factores especiales

Una de los motivos de lo anterior es que, en ocasiones, la evolución monetaria también puede estar sometida

a la influencia de factores «especiales» que tengan su origen en cambios institucionales, como modificaciones del tratamiento fiscal de los ingresos por intereses o de las plusvalías. Estos factores especiales pueden hacer que varíen las tendencias de dinero, ya que tanto los individuos como las empresas reaccionarán frente a cambios en el atractivo de los depósitos bancarios incluidos en la definición de dinero en relación con instrumentos financieros alternativos. No obstante, la evolución monetaria atribuible a estos factores especiales quizá no aporte mucha información con respecto a las perspectivas de estabilidad de los precios. Por consiguiente, el análisis monetario que realiza el BCE trata de centrarse en las tendencias monetarias subyacentes, incluyendo una evaluación exhaustiva de factores especiales y de otras perturbaciones que pueden influir en la demanda de dinero.

**Una evaluación exhaustiva de la situación del crédito y de la liquidez**

Como se ha señalado anteriormente, el análisis de la evolución monetaria va más allá de la evaluación del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia. A este respecto, el marco del análisis monetario se basa en el conocimiento del BCE de las características institucionales del sector financiero y monetario. Al efectuar el seguimiento periódico de la situación monetaria de la zona del euro, el BCE también se vale de una serie de modelos a pequeña escala de la demanda de dinero y de modelos de indicadores monetarios, que han sido desarrollados y publicados por expertos del BCE y por investigadores del mundo académico.

El análisis monetario realiza una evaluación exhaustiva de la situación de liquidez a partir de la información relativa al crecimiento de M3, extraída de las contrapartidas de M3 que aparecen en el balance consolidado del sector de las IFM y, en particular, de los préstamos al sector privado y del comportamiento de los diferentes componentes de M3 en relación al crecimiento del agregado. Este detallado análisis de las contrapartidas y de la estructura del crecimiento de M3 resulta útil para obtener las señales emitidas por la evolución monetaria que son relevantes para identificar la tendencia a más largo plazo de la inflación. En este contexto, los componentes más líquidos de M3, sobre todo M1, reciben especial atención, ya que son los que mejor reflejan la demanda de dinero por motivos de transacción y pueden estar más estrechamente relacionados con el gasto agregado.

Al mismo tiempo, un conocimiento detallado de la interdependencia entre M3 y sus contrapartidas resulta determinante para evaluar si los cambios observados en el crecimiento monetario

son el resultado de «desplazamientos de carteras» y si tienen consecuencias o no para las tendencias de los precios.

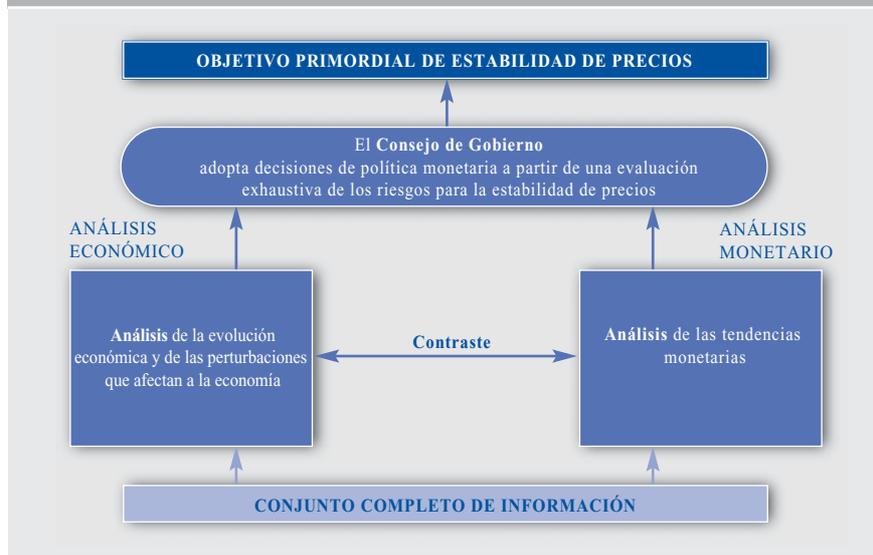
Por último, es posible que, en determinadas circunstancias, unas tasas de crecimiento del dinero y del crédito superiores a las necesarias para sostener un crecimiento económico a un ritmo no inflacionista proporcionen información preliminar, además de la que aportan indicadores más convencionales, sobre una situación de creciente inestabilidad financiera. Esta información es relevante para la política monetaria, porque la aparición de desequilibrios financieros o de burbujas en el precio de los activos podría tener, a medio plazo, un efecto desestabilizador en la actividad y, en última instancia, en los precios.

**Contraste de la información procedente de los dos pilares**

En cuanto a las decisiones del Consejo de Gobierno sobre el tono adecuado de la política monetaria, el enfoque basado en dos pilares sirve para contrastar las indicaciones proporcionadas por el análisis económico a más corto plazo con las derivadas del análisis monetario a más largo plazo. Según se ha explicado con mayor detalle anteriormente, este contraste de la información garantiza que la política monetaria no pase por alto información importante para evaluar las tendencias futuras de los precios. Se aprovechan todas las complementariedades existentes entre los dos pilares, ya que es la mejor forma de asegurar que toda la información pertinente para analizar las expectativas de los precios se utilice de forma coherente y eficiente, facilitando el proceso de toma de decisiones y su comunicación al público (véase gráfico 3.2). Este enfoque reduce el riesgo de error en la política monetaria que introduciría una dependencia excesiva de un solo indicador, proyección o modelo. Al adoptar un enfoque diversi-

**Contraste de los dos análisis**

**Gráfico 3.2 La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad**



ficado para interpretar la situación económica, la estrategia del BCE tiene por objeto adoptar una política monetaria sólida en un entorno de incertidumbre.

### 3.6 RENDICIÓN DE CUENTAS, TRANSPARENCIA Y COMUNICACIÓN

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

**Independencia y rendición de cuentas**

Como se explica en el capítulo 1, existen motivos justificados para encomendar la tarea de mantener la estabilidad de precios a un banco central independiente, que no esté sujeto a posibles presiones políticas. Al mismo tiempo, en las sociedades democráticas la independencia del banco central debe quedar compensada con la rendición de cuentas ante la opinión pública y ante sus representantes electos. La rendición de cuentas puede entenderse como la obligación legal y política de un banco central independiente de explicar y justificar adecuadamente sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes electos, haciendo responsable al banco central de la consecución de sus objetivos. La rendición de cuentas es

un aspecto fundamental de la legitimidad democrática. Un mandato claramente definido constituye la base de la legitimidad democrática de delegar la política monetaria en un banco central independiente. La atención principal de éste al mandato de la estabilidad de precios permite a la opinión pública exigir responsabilidades con mayor facilidad. En este sentido, la rendición de cuentas impone una disciplina al banco central para que desempeñe sus funciones lo mejor posible.

Los cauces adecuados para asegurar la rendición de cuentas de un banco central dependen del marco institucional y del mandato del banco. Como órgano creado en virtud del Tratado, y actuando dentro del ámbito de las facultades que le han sido conferidas, el BCE tiene la función estatutaria de mantener la estabilidad de precios y desempeñar otras tareas de banca central para el conjunto de la zona del euro. En consecuencia, el BCE ha de rendir cuentas, primero y ante todo, a los ciudadanos de la Unión Europea, de quienes deriva la legitimidad del Tratado, y, más formalmente, al Parla-

**El BCE debe rendir cuentas ante los ciudadanos de la Unión Europea**

mento Europeo, la única institución cuyos miembros son elegidos directamente por los ciudadanos de la UE.

**Las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo**

En este sentido, la relación del BCE con el Parlamento Europeo se define en el Tratado y respeta plenamente la independencia institucional del Eurosistema. El Tratado impone una serie de obligaciones al BCE en materia de remisión de información (v.g., presentación del Informe Anual ante el Parlamento Europeo, la Comisión y el Consejo de la UE) y de comparecencias periódicas ante el Parlamento Europeo para garantizar la rendición de cuentas (véase capítulo 1).

**Transparencia**

Un concepto estrechamente relacionado con la rendición de cuentas, aunque distinto, es el de la transparencia del banco central. Ésta puede definirse como un entorno en el que el banco central proporciona a la opinión pública y a los mercados toda la información relevante sobre su estrategia, evaluaciones y decisiones de política monetaria, así como de sus procedimientos, y lo hace de forma abierta, clara y puntual. Actualmente, la mayor parte de los bancos centrales, incluido el BCE, consideran que la transparencia constituye un componente esencial de su marco de política monetaria, y subrayan la importancia de una comunicación efectiva y de una interacción adecuada con el público. En última instancia, todos los esfuerzos por aumentar la transparencia tienen por objeto lograr que la opinión pública comprenda mejor la política monetaria y que, en consecuencia, sea más creíble y efectiva.

**¿Qué hace que un banco central sea transparente?**

A este respecto, la transparencia requiere, primero y ante todo, que el banco central explique claramente cómo interpreta su mandato y que comunique sus objetivos de política monetaria. Esto ayuda a la opinión pública a hacer un seguimiento y a evaluar el comportamiento del banco central. Ade-

más, el banco central tiene que explicar el marco analítico utilizado internamente en la toma de decisiones y en su valoración del estado de la economía, y poner de manifiesto claramente y con frecuencia los argumentos económicos en los que basa sus decisiones de política monetaria. En este sentido, la transparencia puede fomentarse ofreciendo un marco sistemático tanto para la toma de decisiones a escala interna como para la comunicación externa con el público en general, sobre todo a través de una estrategia de política monetaria anunciada públicamente.

La principal preocupación del banco central con respecto a la transparencia debe ser la eficacia de la política monetaria en el cumplimiento de sus objetivos estatutarios. La transparencia puede aumentar la eficacia de la política monetaria por diversos motivos.

En primer lugar, un banco central puede fomentar la credibilidad explicando con claridad su mandato y la forma en que va cumpliéndolo. La percepción de que un banco central está capacitado para cumplir su mandato de política monetaria, y decidido a hacerlo, contribuye a afianzar las expectativas sobre los precios. A este respecto, resulta especialmente útil que el banco central informe con frecuencia de cual es su valoración de la situación económica. Además, es conveniente que los bancos centrales sean abiertos y realistas sobre lo que la política monetaria puede hacer y, aún más importante, lo que no puede hacer (véase la sección 3.1).

En segundo lugar, un compromiso decidido con la transparencia impone a los responsables de la política monetaria una autodisciplina, que, a su vez, contribuye a asegurar la coherencia de sus decisiones y de sus explicaciones en el tiempo. Facilitar el escrutinio público de las medidas de política monetaria refuerza los

**La transparencia aumenta la eficacia de la política monetaria porque...**

**...fomenta la credibilidad,...**

**...impone autodisciplina a los responsables de la política monetaria**

incentivos para que los órganos rectores cumplan adecuadamente su mandato.

...y orienta a los mercados

En tercer lugar, mediante el anuncio público de su estrategia de política monetaria y la comunicación de su análisis periódico de la evolución económica, el banco central orienta a los mercados de modo que las expectativas pueden formarse con mayor eficiencia y precisión. Esto contribuye a que los mercados financieros comprendan mejor el patrón sistemático de las respuestas de la política monetaria a la evolución de la economía y a las perturbaciones económicas, y anticipen así la orientación general de la política monetaria en el medio plazo, haciendo que las decisiones de política monetaria sean más previsibles.

Esta predictibilidad es importante para la ejecución de la política monetaria: si bien los bancos centrales sólo controlan directamente los tipos de interés a muy corto plazo, la senda esperada de estos tipos en horizontes temporales más largos y las primas por incertidumbre también son relevantes para la transmisión de la política monetaria a la economía. Si los agentes pueden anticipar, en general, las respuestas de la política monetaria, los cambios (esperados) efectuados en esta política podrán incorporarse rápidamente a las variables financieras, lo que puede acortar el proceso de transmisión de la política monetaria a las decisiones de inversión y de consumo y acelerar los ajustes económicos necesarios, aumentando posiblemente la eficacia de la política monetaria.

### **El papel de la comunicación de la estrategia de política monetaria**

La presentación de la política monetaria al público...

Para lograr una mejor comprensión de la política monetaria, los principales aspectos del proceso de su formulación deberían hacerse comprensibles para el público en general. Sin embargo, en la práctica resulta difícil ofrecer a la opinión pública una descripción completa-

mente exhaustiva e inteligible de todos los elementos y aspectos detallados del proceso interno de formulación de la política monetaria y que dicha información se entienda correctamente.

Por lo tanto, al presentar la política monetaria a la opinión pública, hay que elegir entre varias opciones. La transparencia significa algo más que la mera publicación de información y exige una estructuración de dicha información de forma que facilite su comprensión por parte de la opinión pública.

No obstante, los esfuerzos por transmitir un mensaje claro no deberían restar importancia a la necesidad de explicar la verdadera naturaleza de la formulación de la política monetaria. Toda información 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 del BCE hace especial hincapié en reflejar fielmente este entorno. La presentación pública de la estrategia del BCE puede ser relativamente compleja en comparación con otras estrategias (como la fijación de objetivos monetarios o de objetivos directos de inflación, véase el recuadro 3.2), pero, no obstante, refleja de manera realista el enfoque diversificado de la política monetaria adoptado por el BCE en su proceso interno de toma de decisiones.

Una comunicación efectiva exige, asimismo, que el banco central se dirija a diversos sectores de la opinión pública y que utilice diferentes canales para ello. Para ello, el BCE ha ido más allá de las exigencias formales del Tratado en sus actividades de comunicación, al adoptar otros medios para garantizar la rendición de cuentas y la transparencia (véase recuadro 3.8).

... ha de tener en cuenta la complejidad de su formulación...

... y ser coherente con el proceso interno de toma de decisiones

### Recuadro 3.8 Principales canales de comunicación utilizados por el BCE

Las conferencias de prensa mensuales del presidente y el vicepresidente, que tienen lugar inmediatamente después de la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno, y el Boletín Mensual son los dos canales de comunicación más importantes del BCE. El comunicado preliminar del presidente en la conferencia de prensa proporciona un resumen exhaustivo y puntual de la valoración de la evolución económica relevante para la política monetaria. Su estructura refleja la estrategia de política monetaria del BCE, y el Consejo de Gobierno acuerda su contenido. La conferencia de prensa mensual incluye una sesión de preguntas y respuestas a la que asisten representantes de diversos medios de comunicación de dentro y fuera de la zona del euro, y constituye una plataforma para explicar, imparcial y puntualmente, las decisiones de política monetaria a la opinión pública. Al cabo de unas pocas horas se puede consultar la transcripción de la conferencia en la dirección del BCE en Internet, por lo que la conferencia de prensa es un medio eficaz de presentar y explicar, de forma muy puntual, los debates en el seno del Consejo de Gobierno y el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

El Boletín Mensual proporciona a la opinión pública y a los mercados financieros un análisis detallado y completo del entorno económico. 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 inmediatamente después en las direcciones del Parlamento Europeo y del BCE en internet. Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE también comparecen ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios.

Los miembros del Consejo de Gobierno tienen numerosas comparecencias públicas. Los discursos del presidente y de otros miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno son vehículos importantes para explicar a la opinión pública el parecer del BCE. Otro cauce importante para llegar a grupos específicos tanto a escala internacional como local son las entrevistas que conceden los miembros del Consejo de Gobierno. El BCE también recibe con frecuencia visitas de ciudadanos y expertos de distintas instituciones y se ha comprometido a mantener un diálogo abierto con el mundo académico. Expertos del BCE publican los resultados de los trabajos de investigación de carácter técnico y de los estudios de interés general relacionados con la política monetaria en las series Working Papers y Occasional Papers, respectivamente.

Por último, la transparencia de la política monetaria exige también la publicación puntual y completa de los datos estadísticos recogidos por el banco central, una vez garantizada su fiabilidad. Con la colaboración de los BCN, el BCE recopila las estadísticas monetarias y bancarias y otras estadísticas relacionadas, las estadísticas de balanza de pagos y las de posición de inversión internacional, y elabora las estadísticas de las cuentas financieras

de la zona del euro (véase recuadro 3.5). La publicación puntual de estos datos permite al BCE compartir con la opinión pública la información de la que dispone sobre la evolución económica de la zona del euro, facilitando así la comunicación de las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno.

Dado que el Eurosistema está obligado a comunicarse en un entorno multicultural y multilingüe, los BCN desempeñan un papel esencial en la estrategia de comunicación, ya que mantienen estrecho contacto con la opinión pública nacional y regional, traducen las indicaciones de política monetaria a los distintos idiomas y las adaptan al contexto nacional.

## 4 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

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

### 4.1 PRINCIPIOS GENERALES Y OBJETIVOS DEL DISEÑO DEL MARCO OPERATIVO

**El mercado monetario y la transmisión de la política monetaria**

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

**El marco operativo ...**

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

**... y la estrategia de política monetaria**

Tanto el marco operativo como la estrategia de política monetaria tienen una función específica en la instrumentación de la política monetaria. La estrategia determina el nivel de los tipos de interés del mercado monetario que se requiere para mantener la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que el marco operativo establece el proce-

dimiento que se ha de utilizar para conseguir dicho nivel con los instrumentos de política monetaria disponibles.

Un banco central controla los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, señalando la orientación de su política monetaria y gestionando la situación de liquidez en dicho mercado. Como único emisor de billetes y de reservas bancarias, el banco central monopoliza la oferta de la base monetaria, que, en la zona del euro, comprende el efectivo (billetes y monedas) en circulación, las reservas y los depósitos mantenidos por las entidades de contrapartida en el Eurosistema, todas ellas partidas del pasivo del balance del Eurosistema. Las reservas pueden desagregarse en reservas obligatorias y exceso de reservas. Las primeras son las que las entidades de contrapartida están obligadas a mantener en los BCN (véase sección 4.3). Las segundas son las reservas que las entidades de crédito mantienen voluntariamente en el Eurosistema, y suelen tener un saldo reducido.

En virtud de este monopolio, el banco central puede gestionar la liquidez del mercado monetario e influir en los tipos de interés de este mercado.

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

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

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

... y garantizar un funcionamiento ordenado del mercado monetario

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

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

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

... la eficiencia operativa, ...

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

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

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

Un principio específico del Eurosistema es la descentralización de la instrumentación de la política monetaria, encargándose, normalmente los BCN de efectuar las operaciones de política monetaria del Eurosistema. De este modo, El BCE es responsable de la coordinación de las operaciones y los BCN de su realización.

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

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

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

## 4.2 PANORÁMICA GENERAL DEL MARCO OPERATIVO DEL EUROSISTEMA

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

En el cuadro 4.1 se presenta una panorámica general de las principales características de los dos grupos de operaciones de las que dispone el Eurosistema para la ejecución de la política monetaria única: las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes. El grupo de operaciones más importante es el de las operaciones de mercado abierto. Este término designa las operaciones realizadas a iniciativa del

**Cuadro 4.1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema**

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación <sup>1)</sup>		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
<b>Operaciones de mercado abierto</b>				
Operaciones principales de financiación	• Operaciones temporales	–	• Una semana <sup>2)</sup>	• Semanal
Operaciones de financiación a plazo más largo	• Operaciones temporales	–	• Tres meses	• Mensual
Operaciones de ajuste	• Operaciones temporales • <i>Swaps</i> de divisas  • Compras simples	• <i>Swaps</i> de divisas • Depósitos a plazo fijo • Operaciones temporales  • Ventas simples	• Sin normalizar	• No regular
Operaciones estructurales	• Operaciones temporales  • Compras simples	• Emisión de certificados de deuda • Ventas simples	• Normalizado/ sin normalizar  –	• Regular/ no regular  • No regular
<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

1) Para una descripción más detallada de los tipos de operaciones de mercado abierto, véase recuadro 4.3.

2) A partir del 10 de marzo de 2004. Anteriormente, dos semanas (véase recuadro 4.2).

banco central, que habitualmente se llevan a cabo en el mercado monetario. Tal como se explica en la sección 2.5, el «mercado monetario» se refiere al mercado en el que las operaciones tienen, en general, un plazo inferior a un año. Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel importante a efectos de controlar los tipos de interés, señalar la orientación de la política monetaria y gestionar la situación de liquidez del mercado monetario.

#### Operaciones principales de financiación

Entre las operaciones de mercado abierto, las más importantes son las operaciones principales de financiación (OPF), que representan el instrumento fundamental de política monetaria del Eurosistema. Mediante estas operaciones, el Eurosistema presta fondos a sus entidades de contrapartida, siempre contra la entrega de activos de

garantía, para proteger al Eurosistema de posibles riesgos financieros. En el recuadro 4.1 se ofrecen más detalles sobre las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y sobre los activos de garantía exigidos en las operaciones de inyección de liquidez.

La financiación mediante operaciones de mercado abierto se realiza, por lo general, a través de operaciones temporales. Se trata, en este caso, de cesiones temporales, es decir, de operaciones en las que el banco central compra activos bajo pacto de recompra o concede préstamos respaldados por activos de garantía (véase recuadro 4.3). Por lo tanto, son operaciones de mercado abierto temporales que proporcionan fondos sólo durante un período de tiempo limitado y especificado previamente.

#### Operaciones temporales

### Recuadro 4.1 Entidades de contrapartida y activos de garantía

#### I. Entidades de contrapartida

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

Para ser seleccionadas, las entidades de crédito deben estar sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema y tener una posición financiera sólida. Además, han de cumplir todos los criterios de tipo operativo que se especifiquen en los acuerdos contractuales o normativos aplicados por su BCN (o por el BCE), con el fin de garantizar una instrumentación eficiente de las operaciones de política monetaria del Eurosistema. A finales de junio del 2003, existían 6.776 entidades de crédito en la zona del euro, pero sólo 2.243 entidades cumplían los criterios operativos requeridos para participar en las operaciones de mercado abierto. Por otra parte, 2.749 entidades cumplían los criterios para acceder a la facilidad marginal de crédito y 3.188, para utilizar la facilidad de depósito. No obstante, el número de entidades de contrapartida que participan en las operaciones de mercado abierto suele ser sensiblemente más bajo que el de entidades con las que puede operar el Eurosistema. En el primer semestre del 2003, participaron, en promedio, un total de 252 en las operaciones principales de financiación y de 136 en las de financiación a plazo más largo.

Una entidad de crédito que cumpla los criterios generales de selección puede acceder a las facilidades permanentes del Eurosistema y participar en las operaciones de mercado abierto instrumentadas mediante subastas estándar a través del BCN del Estado miembro en el que esté situada. En caso de que una entidad de crédito tenga establecimientos (oficina principal y sucursales) en más de un Estado, cada establecimiento podrá participar en estas operaciones a través del BCN del Estado miembro en el que se encuentre aunque, en cada Estado miembro, sólo un establecimiento (la oficina principal o la sucursal designada) puede presentar pujas para las subastas.

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

## **2. Activos de garantía**

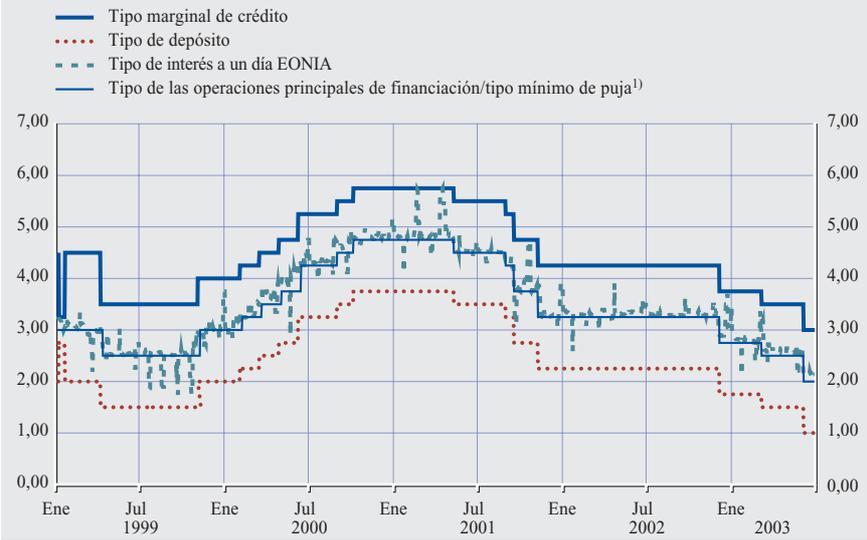
El artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC permite que el BCE y los BCN operen en los mercados financieros, comprando y vendiendo activos de garantía mediante operaciones simples o cesiones temporales, y exige que todas las operaciones de crédito del Eurosistema se efectúen con activos de garantía adecuados.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

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

Debido a las diferencias existentes en la estructura financiera de los Estados miembros, se distinguen, principalmente a efectos internos del Eurosistema, dos categorías de activos que pueden ser seleccionados para las operaciones de política monetaria. Estas dos categorías se denominan lista «uno» y lista «dos». La lista «uno» incluye los instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección especificados por el BCE para el conjunto de la zona del euro. La lista «dos» comprende otros activos, negociables y no negociables, que son de especial importancia en los mercados financieros y en los sistemas bancarios nacionales, y cuyos criterios de selección los establecen los BCN de conformidad con los requisitos mínimos definidos por el BCE. Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, pueden obtener fondos del BCN del Estado miembro en el que estén establecidas, haciendo uso de activos situados en otro Estado miembro. Este mecanismo transfronterizo garantiza que todas las entidades de la zona del euro puedan utilizar la totalidad de activos de la lista «uno» del BCE y de las listas «dos» nacionales. Por último, todos los activos de garantía están sujetos a medidas de control de riesgos específicas, que se definen teniendo en cuenta las prácticas del mercado.

### Gráfico 4.1 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA

(en porcentaje, datos diarios)



Fuente: BCE.

1) Antes del 28 de junio de 2000 las operaciones principales de financiación se instrumentaban mediante subastas a tipo de interés fijo. A partir de la operación que se liquidó el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación se instrumentan a través de subastas a tipo variable con un tipo mínimo de puja anunciado previamente. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades pueden realizar sus pujas (véase sección 4.4).

#### Facilidades permanentes

Para controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y, en especial, reducir su volatilidad, el Eurosistema ofrece, asimismo, dos facilidades permanentes a sus entidades de contrapartida: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. Ambas son facilidades a un día y las entidades que operan con el Eurosistema pueden recurrir a ellas por iniciativa propia. Por lo general, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito es sensiblemente más alto que el tipo de mercado correspondiente, y el tipo de interés de la facilidad de depósito es notablemente inferior al tipo de mercado. En consecuencia, las entidades de crédito suelen utilizar las facilidades permanentes sólo si no existen otras alternativas. Dado que no existen restricciones para acceder a estas facilidades, excepto

la relativa a la entrega de garantías exigida en la facilidad marginal de crédito, sus tipos de interés constituyen, normalmente, el límite superior y el límite inferior del tipo a un día del mercado monetario. Estos instrumentos se analizan con más detalle en la sección 4.5.

Al fijar los tipos de interés de las facilidades permanentes, el Consejo de Gobierno determina la banda de fluctuación del tipo de interés a un día del mercado monetario. El gráfico 4.1, que presenta la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE desde enero de 1999, muestra también que los tipos de interés de las facilidades permanentes han constituido el límite superior y el límite inferior del tipo de interés de mercado a un día (EONIA)<sup>8</sup>.

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

<sup>8</sup> El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), publicado por la Federación Bancaria Europea, es la media ponderada de todos los préstamos a un día no garantizados, de acuerdo con la información facilitada por un panel compuesto por las entidades de crédito más activas en el mercado monetario.

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

Como puede apreciarse en el gráfico 4.1, el EONIA se ha mantenido, en general, próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, lo que demuestra la importancia de estas operaciones como principal instrumento de política monetaria del Eurosistema. El gráfico 4.1 muestra también que el EONIA sigue un patrón de picos ocasionales. Estas dos características del EONIA están relacionadas con el sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se examina con más detalle en la sección 4.3. Por último, como puede observarse en el gráfico 4.1, las diferencias entre los tipos de interés de las facilidades permanentes y el de las operaciones principales de financiación permanecieron estables entre abril del año 1999 y junio del 2003 ( $\pm 1$  punto porcentual)<sup>9</sup>.

### 4.3 RESERVAS MÍNIMAS

#### Descripción del sistema

El BCE exige a las entidades de crédito el mantenimiento de depósitos en cuentas de los BCN. Estos depósitos se denominan reservas «mínimas» u «obligatorias»<sup>10</sup>. El importe de las reservas obligatorias que cada entidad debe mantener se calcula en función de su base de reservas, que se define, a su vez, en función de las partidas del balance de la entidad. El cuadro 4.2 muestra los principales pasivos incluidos en la base de reservas<sup>11</sup>.

Para determinar las reservas mínimas de una entidad se multiplica la base de reservas por un coeficiente de reservas. El BCE aplica a la mayor parte de las partidas incluidas en la base de reservas

Reservas obligatorias y base de reservas

Coefficiente de reservas

<b>Cuadro 4.2 Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas</b>	
(saldos a finales de junio del 2003; mm de euros)	
<b>(A) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas positivo</b>	
Depósitos (a la vista, a plazo hasta dos años y disponibles con preaviso hasta dos años)	6.216
Valores distintos de acciones hasta dos años (incluidos instrumentos del mercado monetario)	412
<b>Total (A)</b>	<b>6.628</b>
<b>(B) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 0%</b>	
Depósitos (a plazo superior a dos años y disponibles con preaviso superior a dos años)	1.421
Valores distintos de acciones a más de dos años	2.536
Cesiones temporales	783
<b>Total (B)</b>	<b>4.741</b>
<b>Total base de reservas (A) + (B)</b>	<b>11.369</b>

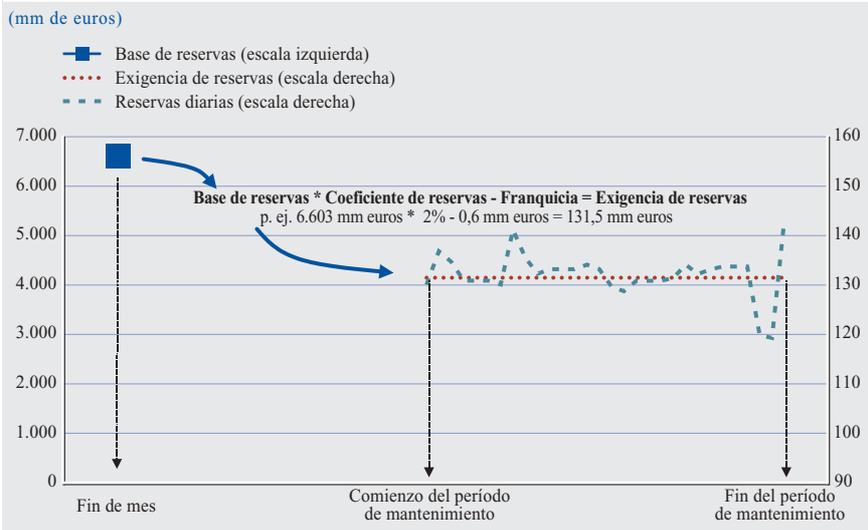
Fuente: BCE.

<sup>9</sup> Entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se permitió una estrecha banda de fluctuación de  $\pm 0,25$  puntos porcentuales, como medida transitoria para facilitar la adaptación al marco operativo único.

<sup>10</sup> El marco jurídico del sistema de reservas mínimas del Eurosistema se establece en el artículo 19 de los Estatutos del SEBC. Los detalles de dicho sistema se definen en varios actos jurídicos, siendo los más importantes el Reglamento (CE) n° 2531/98 del Consejo relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo y el Reglamento (CE) n° 2818/98 del Banco Central Europeo relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/1998/15), en su versión modificada.

<sup>11</sup> No se incluyen en la base de reservas los pasivos frente a otras entidades de crédito que figuran en la lista de entidades sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema, así como los pasivos frente al BCE y a los BCN.

**Gráfico 4.2 Funcionamiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema**



Fuente: BCE.

un coeficiente positivo uniforme, que se fijó en el 2% al inicio de la tercera fase de la UEM. La mayoría de los pasivos a corto plazo incluidos en el balance de las entidades de crédito están sujetos a un coeficiente de reservas positivo pero, como puede apreciarse en el cuadro 4.2, ni los pasivos a largo plazo ni las cesiones temporales están sujetos a este coeficiente positivo.

**Franquicia** Las entidades pueden deducir de las reservas mínimas una franquicia uniforme, fijada desde la introducción del euro en 100.000 euros, que tiene por objeto reducir los costes administrativos derivados de gestionar un volumen muy pequeño de reservas mínimas.

**Mecanismo de promedios** Para cumplir con las exigencias de reservas, las entidades de crédito deben mantener saldos en sus cuentas corrientes en los BCN. A estos efectos, el sistema de reservas mínimas del Eurosistema permite a las entidades de contrapartida hacer uso de un mecanismo de promedios, lo que supone

que el cumplimiento de las exigencias de reservas se determina como media de los saldos mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día, a lo largo de un período de mantenimiento de un mes aproximadamente.

En el 2003, el Consejo de Gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, los períodos de mantenimiento comenzarían el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que estuviera previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria (véase recuadro 4.2), y terminarían el día anterior al día de liquidación respectivo del mes siguiente. Para ayudar a las entidades de crédito a planificar la gestión de sus reservas, se publica un calendario de los períodos de mantenimiento y un calendario indicativo de las operaciones principales de financiación correspondientes al año siguiente, tres meses antes de éste.

**Período de mantenimiento de reservas**

#### Remuneración de las reservas obligatorias

El Eurosistema pretende que el sistema de reservas mínimas no suponga una carga para el sistema bancario de la zona del euro ni un obstáculo para una asignación eficiente de recursos, por lo que remunera las reservas obligatorias mantenidas por las entidades de crédito. Se aplica el tipo de interés medio, durante el período de mantenimiento, del «tipo marginal de adjudicación» (ponderado por el número de días naturales) de las operaciones principales de financiación (véase también sección 4.4). Dado que los tipos marginales de las subastas son, en general, muy próximos a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, las reservas obligatorias se remuneran a tipos cercanos a los de mercado.

#### Determinación de las exigencias de reservas

En el gráfico 4.2 se presenta un ejemplo de cálculo de las exigencias de reservas del Eurosistema. En este ejemplo, la base de reservas de las entidades de crédito se calcula a partir de los pasivos de sus balances a 31 de mayo de 2003. Las exigencias de reservas para el período de mantenimiento siguiente (que empezó en este caso el 24 de junio y terminó el 23 de julio de 2003) se establecen aplicando el coeficiente de reservas del 2% a la base de reservas correspondiente y deduciendo la franquicia.

La línea azul oscuro que aparece en el gráfico 4.2 muestra cómo funciona el mecanismo de promedios en el sistema de reservas mínimas del Eurosistema. Los saldos mantenidos por las entidades de crédito en las cuentas corrientes pueden fluctuar libremente en torno a las reservas mínimas exigidas, siempre que la media de dichos saldos sea al menos igual a las exigencias de reservas para la totalidad del período de mantenimiento. En el ejemplo, el nivel medio de los saldos mantenidos

por las entidades de crédito en cuentas corrientes en el Eurosistema se situaba en 132,1 mm de euros, lo que suponía un exceso de reservas voluntarias de 0,6 mm de euros con respecto a las reservas mínimas exigidas, que eran de 131,5 mm de euros.

#### Funciones del sistema

La función principal del sistema de reservas mínimas del Eurosistema es la estabilización de los tipos de interés del mercado monetario. Esta función se lleva a cabo a través del mecanismo de promedios, que permite a las entidades de crédito suavizar las fluctuaciones diarias de la liquidez (es decir, las derivadas de oscilaciones en la demanda de billetes), dado que los desequilibrios de carácter transitorio que se produzcan en las reservas pueden compensarse con desequilibrios de signo contrario que tengan lugar en el mismo período de mantenimiento.

Este mecanismo permite a las entidades de crédito beneficiarse de la concesión de préstamos en el mercado, incurriendo en un déficit de reservas, cuando los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos se sitúan por encima de los niveles previstos para el resto del período de mantenimiento. En el caso contrario, pueden tomar prestado en el mercado y mantener un excedente de reservas. En teoría, este «arbitraje intertemporal» debería garantizar la igualdad, durante el período de mantenimiento, entre el nivel actual de los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos y el nivel esperado al final del período de mantenimiento. Este mecanismo estabiliza el tipo de interés a un día durante dicho período, con lo que se evitan intervenciones frecuentes del banco central en el mercado monetario.

#### Estabilización de los tipos de interés del mercado monetario

El mecanismo de promedios funciona con gran flexibilidad durante el período de mantenimiento. Sin embargo, al final del período, las exigencias de reservas han de cumplirse obligatoriamente y las entidades de crédito ya no pueden trasladar los déficit o excedentes de liquidez hacia el futuro. Esto explica los picos que se observan en el EONIA hacia el final de cada período de mantenimiento, como se puede apreciar en el gráfico 4.1.

**Ampliación del déficit estructural de liquidez**

Una segunda función importante del sistema de reservas mínimas es la ampliación del déficit estructural de liquidez del sistema bancario. El mantenimiento obligatorio de reservas en los BCN contribuye a aumentar la demanda de financiación al banco central por parte de las entidades de crédito. Ello facilita la tarea del BCE a la hora de controlar los tipos de interés del mercado monetario mediante operaciones regulares de inyección de liquidez.

#### 4.4 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

**Cuatro categorías de operaciones de mercado abierto**

Dependiendo de su finalidad y regularidad y de los procedimientos utilizados, las operaciones de mercado abierto del Eurosistema pueden dividirse en las cuatro categorías siguientes: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales (véanse cuadro 4.1 y recuadro 4.3).

##### Operaciones principales de financiación

**Funciones de las operaciones principales de financiación**

Tal como se señalaba anteriormente, las operaciones principales de financiación son las operaciones de mercado abierto más importantes llevadas a cabo por el Eurosistema. Desempeñan un papel primordial para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez del mercado

y señalar la orientación de la política monetaria, a través del tipo principal de financiación fijado por el Consejo de Gobierno. También son la principal fuente de liquidez para el sector bancario. Las operaciones principales de financiación las llevan a cabo los BCN de forma descentralizada.

Las operaciones principales de financiación son operaciones de inyección de liquidez que se ejecutan cada semana. En el 2003, el Consejo de Gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, se reduciría el plazo de estas operaciones de dos semanas a una (véase recuadro 4.2).

**Periodicidad y vencimiento**

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

**Subastas estándar**

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

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

#### **Recuadro 4.2 Modificación del plazo de las operaciones principales de financiación y del calendario de los períodos de mantenimiento de reservas a partir de marzo del 2004**

Tal como se indicaba en la sección 4.4, se han producido en el pasado períodos de tensiones cuando la fuerte especulación en torno a un cambio inminente en los tipos de interés ha afectado a las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones principales de financiación. En la primavera del 2000, en el contexto de elevadas expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales del BCE, las entidades de crédito presentaron, en varias ocasiones, pujas excesivamente altas en las operaciones principales de financiación, que se ejecutaban entonces mediante subastas a tipo de interés fijo (originando situaciones de «sobrepuja»). De forma similar, las expectativas de reducción inminente de los citados tipos de interés llevaron, en determinados casos, a las entidades de contrapartida a presentar pujas, cuyo saldo agregado se situaba por debajo del importe necesario para permitir el cumplimiento de las exigencias de reservas (generando situaciones de «insuficiencia de pujas»).

Ambos problemas fueron consecuencia, principalmente, del hecho de que el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, que comenzaban el día 24 de cada mes y terminaban el día 23 del mes siguiente, se establecía con independencia de las fechas de las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se acordaba modificar los tipos de interés oficiales del BCE, por lo que podían producirse variaciones en estos tipos de interés durante un período de mantenimiento de reservas. Además, el plazo de las operaciones principales de financiación semanales (que era, entonces, de dos semanas) daba lugar a que al menos la última operación de cada período de mantenimiento de reservas se solapara con el período siguiente. En consecuencia, el comportamiento de las entidades de crédito que pujaban en las operaciones principales de financiación ejecutadas al final de un período de mantenimiento podía verse afectado por las expectativas de cambios en los tipos de interés oficiales del BCE en el período siguiente.

Para responder a este problema, en el 2003 el Consejo de Gobierno adoptó dos medidas, que entrarían en vigor en marzo del 2004, encaminadas a evitar que la especulación en torno a una variación de los tipos de interés durante un período de mantenimiento afectase a la situación del mercado monetario a muy corto plazo. Estas medidas fueron las siguientes: (i) se modificaron las fechas de inicio de los períodos de mantenimiento de reservas y (ii) se redujo el plazo de las operaciones principales de financiación a una semana<sup>1</sup>. Concretamente, se decidió que, a partir de marzo del 2004, los períodos de mantenimiento comenzarían el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que estuviera previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria, y terminarían el día anterior al día de liquidación correspondiente del mes siguiente. Esta relación directa entre la reunión del Consejo de Gobierno y el inicio del período de mantenimiento de reservas garantizará, en general, que no se produzcan expectativas de cambio en los tipos de interés oficiales del BCE durante un período de mantenimiento de reservas. El objeto de la reducción del plazo de las operaciones principales de financiación era conseguir que el efecto de la especulación en torno a los tipos de interés durante un período de mantenimiento no se transmitiera al siguiente. Ambas medidas pretendían contribuir a estabilizar las condiciones en las que las entidades de crédito presentan sus pujas en las operaciones principales de financiación.

<sup>1</sup> Anteriormente a marzo del 2004, los períodos de mantenimiento empezaban el día 24 de cada mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente.

de puja para las subastas a tipo de interés variable, con el fin de señalar la orientación de la política monetaria.

En ambos procedimientos, el BCE decide el volumen de liquidez que proporciona. En una subasta a tipo de interés fijo, la adjudicación se efectúa por prorrateo entre las pujas de las distintas entidades, en función de la relación entre la cantidad que se va a adjudicar y el volumen total solicitado. En una subasta a tipo de interés variable, las pujas con los tipos de interés más altos son las primeras en cubrirse y, después, se van aceptando sucesivamente las de tipos de interés más bajos, hasta agotar la liquidez total que se va a adjudicar. Para el tipo de interés más bajo adjudicado, es decir, el «tipo marginal de adjudicación», la adjudicación se efectúa por prorrateo entre las pujas, en función del volumen total de liquidez a adjudicar decidido por el BCE. En cada una de las adjudicaciones, el tipo de interés aplicado es igual al tipo pujado.

**Utilización de los procedimientos de subasta desde el año 1999**

Desde el inicio del año 1999 y hasta junio del 2000, el Eurosistema ejecutó las operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo. A partir del 27 de junio de 2000, estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas a tipo de interés variable, con un tipo mínimo de puja, y utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple. Este cambio estuvo motivado por las cuantiosas sobrepujas que venían produciéndose en las operaciones principales de financiación a tipo de interés fijo, resultado de la existencia de un amplio y persistente diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y el tipo fijo aplicado a las operaciones principales de financiación a principios del 2000. Dicho diferencial tuvo su origen, fundamentalmente, en las expectativas del mercado de nuevas subidas de los tipos de interés del BCE, en especial en la

primavera del 2000. El diferencial entre los tipos de mercado y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE hizo que a las entidades de crédito les resultara sumamente atractivo obtener liquidez del banco central y que, por tanto, presentaran pujas por importes muy elevados. Por el contrario, las subastas a tipo de interés variable no ofrecen ningún incentivo para sobrepujar, dado que las entidades de crédito tendrían que pagar un precio más alto para conseguir un mayor volumen de liquidez.

Con las subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja surgió el problema de que, en algunas ocasiones, el total de pujas presentadas en la subasta era inferior al importe necesario para el cumplimiento de las exigencias de reservas («insuficiencia de pujas»). Dado que estos episodios eran también consecuencia de fuertes especulaciones en torno a los tipos de interés, el Consejo de Gobierno decidió modificar su marco operativo a partir de marzo del 2004 (véase recuadro 4.2).

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

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

Además de las operaciones principales de financiación semanales, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones

**Publicación de las necesidades de liquidez**

**Operaciones de financiación a plazo más largo**

### Recuadro 4.3 Tipos de operaciones de mercado abierto

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

#### 1. Operaciones temporales

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

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

#### 2. Operaciones simples

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

#### 3. Swaps de divisas

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

#### 4. Captación de depósitos a plazo fijo

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

#### 5. Emisión de certificados de deuda del BCE

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

de financiación a plazo más largo, de periodicidad mensual y con vencimiento a tres meses. Estas operaciones tienen por objeto proporcionar liquidez

a más largo plazo al sistema bancario y, así, evitar que toda la liquidez del mercado monetario tenga que renovarse cada semana o cada dos semanas, ade-

más de facilitar a las entidades de contrapartida acceso a financiación a más largo plazo. Al igual que las operaciones principales de financiación, estas operaciones se realizan mediante subastas estándar, de forma descentralizada, pudiendo participar todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección (véase recuadro 4.1).

**El Eurosistema como «aceptante de tipos de interés»**

Al no considerarse conveniente que el Eurosistema influya en más de un punto en los tipos de interés del mercado monetario a todos los plazos, las operaciones de financiación a plazo más largo se han concebido de manera que quede asegurado que el Eurosistema actúe como «aceptante de tipos de interés». Para que la señal procedente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema sea clara, las operaciones a plazo más largo se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto, en las que el volumen de adjudicación se anuncia previamente. El Consejo de Gobierno anuncia con antelación el volumen que se adjudicará en las próximas subastas.

**Inyección adicional de liquidez**

En promedio, entre enero del año 1999 y junio del 2003, las operaciones a plazo más largo representaron el 26% del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto. En los dos primeros meses de 1999 se llevaron a cabo en forma de subastas a tipo de interés variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo de interés único (es decir, todas las pujas aceptadas fueron adjudicadas al mismo tipo de interés). Desde marzo de 1999 se realizaron también mediante subastas a tipo de interés variable pero con el procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple (es decir, cada puja aceptada fue adjudicada al tipo de interés solicitado).

### Operaciones de ajuste

El Eurosistema puede también llevar a cabo operaciones de mercado abierto con fines específicos, es decir, operaciones de ajuste, que no tienen ni periodicidad ni vencimiento normalizados. Las operaciones de ajuste pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez y tienen por objeto regular la situación de liquidez y controlar los tipos de interés del mercado monetario, en particular, para suavizar los efectos que en éstos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado. Las operaciones de ajuste también son importantes para contribuir al funcionamiento normal de los mercados y para proporcionar liquidez en circunstancias excepcionales, tal como ocurrió tras los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001.

Las operaciones de ajuste pueden adoptar la forma de operaciones temporales, operaciones simples, *swaps* de divisas y captación de depósitos a plazo fijo, que se describen en el recuadro 4.3. Sin embargo, dado que el Eurosistema utiliza muchos otros instrumentos, el recurso a las operaciones de ajuste es muy limitado. Al final de junio del 2003, el Eurosistema sólo había llevado a cabo ocho operaciones de ajuste, es decir, una media de menos de dos al año.

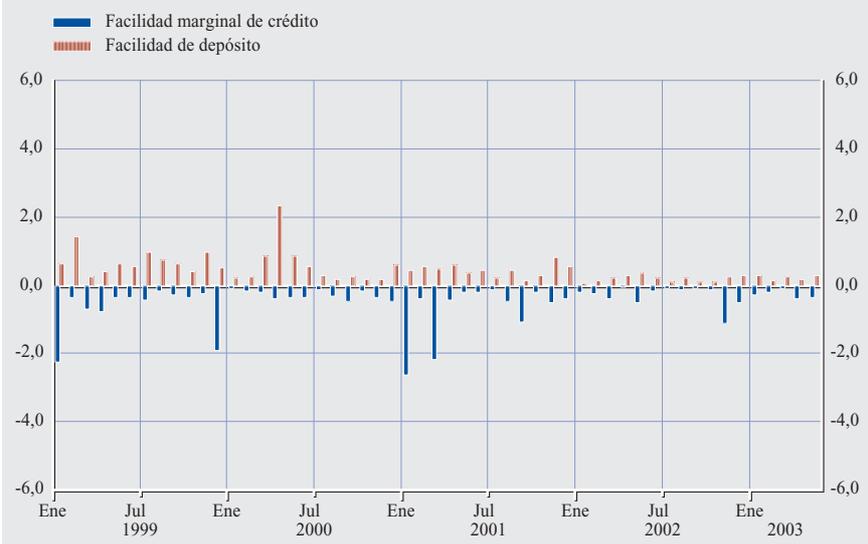
Dada su finalidad, las operaciones de ajuste se realizan, normalmente, mediante subastas «rápidas», que se ejecutan en el plazo de una hora entre el anuncio de la subasta y la notificación de los resultados de la adjudicación. Las operaciones de ajuste pueden efectuarse también mediante procedimientos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

**Operaciones de ajuste**

**Subastas rápidas y procedimientos bilaterales**

### Gráfico 4.3 Recurso a las facilidades permanentes entre enero del año 1999 y junio del 2003

(mm de euros; media de posiciones diarias en el periodo de mantenimiento)



Fuente: BCE.

#### Elevado grado de flexibilidad

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

#### Operaciones estructurales

#### Operaciones estructurales

El marco operativo ofrece también al Eurosistema la posibilidad de ejecutar «operaciones estructurales», que tienen por objeto ajustar la posición de liquidez estructural del Eurosistema frente al sistema bancario, es decir, el volumen de liquidez disponible en el mercado en un plazo más largo. Estas operaciones podrían realizarse mediante

operaciones temporales, operaciones simples o la emisión de certificados de deuda (véase recuadro 4.3). Al final de junio del 2003, el Eurosistema no había llevado a cabo ninguna operación destinada a influir en la posición de liquidez estructural del sistema bancario.

En principio, las operaciones estructurales pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez, con periodicidad regular o no regular, y podrían ejecutarse mediante subastas estándar sin vencimiento normalizado. Se realizarían de forma descentralizada y todas las entidades de contrapartida que cumplieran los criterios generales de selección podrían participar en ellas.

#### 4.5 FACILIDADES PERMANENTES

Tal como se indicaba anteriormente, el Eurosistema instrumenta también la política monetaria fijando los tipos de interés de las facilidades permanentes, que tienen por objeto proporcionar o absorber liqui-

La facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito...

### Gráfico 4.4 Recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento

(mm de euros; medias de posiciones diarias entre febrero del año 1999 y junio del 2003)



Fuente: BCE.

dez a un día a iniciativa de las entidades de contrapartida. Éstas pueden recurrir a dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. Presentan escasos incentivos para las entidades de crédito, pues sus tipos de interés son, por lo general, desfavorables respecto a los tipos de interés del mercado.

...son importantes en circunstancias excepcionales ...

El gráfico 4.3 muestra la utilización media diaria de las facilidades permanentes registrada entre enero del año 1999 y junio del 2003. La cifra alcanzada se mantuvo, en general, por debajo de los mil millones de euros, confirmando que estas facilidades sólo sirven para inyectar y absorber liquidez en circunstancias excepcionales. La introducción del euro a principios de 1999 y la transición al año 2000 fueron ejemplos de tales circunstancias y explican el nivel relativamente elevado de recurso a la facilidad marginal de crédito durante los períodos de mantenimiento de reservas obligatorias que terminaron en febrero del año 1999<sup>12</sup> y enero del 2000, respectivamente.

<sup>12</sup> El primer período de mantenimiento de reservas fue más largo de lo normal, dado que empezó el 1 de enero y terminó el 23 de febrero de 1999.

En el gráfico 4.4 se presenta el perfil típico del recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento de reservas. Como puede apreciarse en el gráfico, la utilización de las facilidades permanentes es mayor al final del período de mantenimiento de reservas. Ello se debe al mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas, que permite a las entidades de crédito registrar déficit y excedentes diarios de liquidez y adelantar el cumplimiento de las exigencias de reservas o retrasarlo hasta el final del período de mantenimiento. Tal como se señalaba anteriormente, el cumplimiento de estas exigencias no es obligatorio hasta el último día del período de mantenimiento, cuando ya no cabe la posibilidad de buscar compensación para los déficit o excedentes de liquidez alcanzados en el conjunto del período.

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

### 4.6 LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL Y NECESIDADES DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO

En resumen, el marco operativo es el conjunto de instrumentos y procedimientos que un banco central utiliza

El Eurosistema como proveedor de liquidez

<b>Cuadro 4.3 Estructura del balance de un banco central</b>	
<b>El balance normalizado de un banco central:</b>	
<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
Financiación de entidades de crédito	Saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes (reservas)
Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito
Activos exteriores netos	Billetes en circulación
	Depósitos de las AAPP
	Otros factores (neto)
<b>Puede reorganizarse de la manera siguiente:</b>	
Provisión de liquidez mediante operaciones de política monetaria «financiación de entidades de crédito» más «facilidad marginal de crédito» menos «facilidad de depósito»	
<b>igual a</b>	
Factores autónomos «billetes en circulación» más «depósitos de las AAPP» menos «activos exteriores netos» más «otros factores (neto)»	
<b>más</b>	
Reservas «saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes»	

para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez en el mercado monetario y señalar la orientación de la política monetaria a través de los tipos de interés oficiales del BCE fijados por el Consejo de Gobierno. Debido a su necesidad de billetes y, sobre todo, a la obligación de cumplir las exigencias de reservas, el sistema bancario de la zona del euro presenta un déficit agregado de liquidez y depende de la financiación que proporciona el Eurosistema. En este contexto, el Eurosistema actúa como proveedor de liquidez, lo que le permite controlar los tipos de interés y transmitir los impulsos de política monetaria a toda la zona del euro.

**Balance consolidado del Eurosistema**

El balance consolidado del Eurosistema puede ayudar a ilustrar la interacción entre el Eurosistema y el sistema bancario. El cuadro 4.3 presenta, de modo

simplificado, el balance normalizado de un banco central.

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

**Activo**

<b>Cuadro 4.4 Contribuciones a la liquidez del sistema bancario</b>			
(mm de euros; media diaria de saldos entre el 24 de mayo de 2003 y el 23 de junio de 2003)			
	<b>Inyección de liquidez (activo)</b>	<b>Absorción de liquidez (pasivo)</b>	<b>Contribución neta</b>
<b>Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>			
Operaciones principales de financiación	194,7	–	+ 194,7
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	–	+ 45,0
Otras operaciones de mercado abierto	0,0	0,0	0,0
Facilidades permanentes	0,4	0,3	+ 0,1
Total (a)	240,1	0,3	+ 239,8
<b>Factores autónomos que afectan a la liquidez del sistema bancario</b>			
Billetes en circulación	–	373,2	- 373,2
Depósitos de las AAPP en el Eurosistema	–	52,6	- 52,6
Activos exteriores netos	331,3	–	+ 331,3
Otros factores (neto)	–	13,2	- 13,2
Total (b)	331,3	439,0	- 107,7
<b>Reservas = Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema</b>			
Reservas obligatorias (c)			131,5
Exceso de reservas (d)			0,6
Total (a)+(b), (c)+(d)			132,1

Fuente: BCE.

en moneda extranjera mantenidos por el banco central, netos de todos sus pasivos denominados en moneda extranjera.

**Pasivo** Por el lado del pasivo, existen cinco partidas principales: «saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes», «facilidad de depósito», «billetes en circulación», «depósitos de las AAPP» y «otros factores (neto)». Los saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes se refieren a los saldos mantenidos por las entidades de crédito en el banco central para hacer frente a las obligaciones de liquidación de pagos derivadas de las operaciones interbancarias, así como para cumplir las exigencias de reservas (también denominadas, simplemente, «reservas»). La facilidad de depósito es el recurso total a un día a esta facilidad permanente. Los billetes en circulación representan el importe

de los billetes puestos en circulación por el banco central a petición de las entidades de crédito. Esta es, por lo general, la partida más importante del pasivo. Los depósitos de las AAPP reflejan la existencia de saldos en cuentas corrientes mantenidos por el Tesoro de cada país en los respectivos BCN. Por último, los otros factores netos corresponden a un saldo contable que comprende las demás partidas del balance.

Desde el punto de vista contable, los totales del activo y del pasivo deben ser siempre iguales. Para comprender cómo opera un banco central, es conveniente dividir el balance en tres elementos. Esta división viene recogida en los tres paneles inferiores del cuadro 4.3.

Como puede observarse en el cuadro, la liquidez neta suministrada efectivamente

**Oferta  
y demanda  
de liquidez**

por el banco central a las entidades de crédito es la suma de dos elementos. El primero comprende los «factores autónomos»: billetes en circulación más depósitos de las AAPP menos activos exteriores netos más otros factores (el resultado neto del resto de partidas del balance que afectan a la liquidez del mercado monetario). Estos factores influyen en la liquidez del sistema bancario y se denominan «autónomos» en la jerga de los bancos centrales porque no son, en general, el resultado del empleo de instrumentos de política monetaria<sup>13</sup>.

El segundo elemento está compuesto por las reservas de las entidades de crédito (saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes). La suma de los factores autónomos más las reservas es igual a la liquidez proporcionada mediante las operaciones de política monetaria, que es igual a la suma de la financiación proporcionada a las entidades de crédito más la facilidad marginal de crédito menos la facilidad de depósito utilizadas.

#### Contribución de las principales partidas

Pasando de este análisis esquemático al balance real del Eurosistema, el cuadro 4.4 muestra la contribución de las principales partidas a la liquidez del sistema bancario en el período de mantenimiento de reservas comprendido entre el 24 de mayo y el 23 de junio de 2003. La mayor parte de la liquidez se proporcionó mediante operaciones principales de financiación y, adicionalmente, mediante operaciones de financiación a plazo más largo. En general, las facilidades permanentes y otras operaciones, como las operaciones de ajuste, sólo tienen una incidencia marginal en la liquidez del sistema bancario.

En la segunda parte del cuadro 4.4 figuran los factores autónomos. El efecto de absorción de liquidez de los factores autónomos viene generado, principalmente, por los billetes en circulación y los depósitos de las AAPP en el Eurosistema. Los billetes en circulación absorben la liquidez del sistema bancario porque proceden del banco central, y las entidades de crédito deben tomar fondos prestados del banco central para conseguirlos. También se produce un efecto compensador sobre la liquidez del sistema bancario, relacionado con los activos exteriores netos mantenidos por el Eurosistema. Las compras de activos exteriores por el Eurosistema inyectan liquidez en el sistema bancario y reducen la necesidad de llevar a cabo operaciones de política monetaria de inyección de liquidez. Las reservas obligatorias tienen un efecto de absorción de liquidez de proporciones similares a las de todos los factores autónomos en conjunto. La diferencia entre los saldos mantenidos por las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema y las reservas obligatorias constituye el excedente de reservas. Éste ha sido, en general, bastante exiguo, situándose en torno al 0,5% de las reservas obligatorias de la zona del euro.

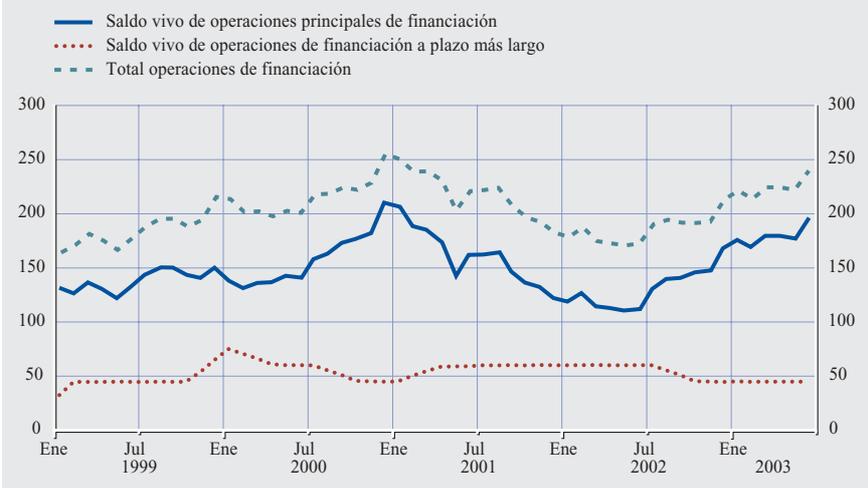
Los gráficos 4.5 y 4.6 muestran la evolución de las principales operaciones de inyección y absorción de liquidez entre enero del año 1999 y junio del 2003. En el gráfico 4.5 se observa que el mayor volumen de liquidez fue inyectado a través de las operaciones principales de financiación, reflejando el papel primordial desempeñado por este instrumento de política monetaria. Las operaciones de financiación a plazo más largo proporcionaron un volumen

#### Importancia relativa de los factores de inyección de liquidez

<sup>13</sup> Algunos de los factores autónomos no están bajo control de las autoridades monetarias (billetes en circulación y depósitos de las AAPP). Otros factores, como los activos exteriores netos, pueden estar bajo su control, pero las operaciones realizadas con estos activos no están relacionadas, normalmente, con operaciones de política monetaria, salvo en el caso de los *swaps* de divisas (véase recuadro 4.2).

### Gráfico 4.5 Volumen de operaciones de financiación principales y a plazo más largo

(mm de euros; media de posiciones diarias en el período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

de liquidez adicional, que, como puede apreciarse en el gráfico 4.5, osciló entre 45 mm de euros y 75 mm de euros durante el período considerado.

#### Importancia relativa de los factores de absorción de liquidez

El gráfico 4.6 recoge la evolución de los dos factores principales que crean un déficit estructural de liquidez en el sistema bancario. Las exigencias de reservas han representado habitualmente más de la mitad de las necesidades totales de liquidez del sistema bancario. El efecto total de absorción de liquidez de los factores autónomos ha variado más con el tiempo, reflejando en particular la fuerte disminución de billetes en circulación observada antes del cambio de moneda en enero del 2002 y el significativo repunte registrado después.

#### 4.7 EXPERIENCIA DESDE ENERO DEL AÑO 1999 A JUNIO DEL 2003

#### Escasa volatilidad de los tipos de interés a corto plazo

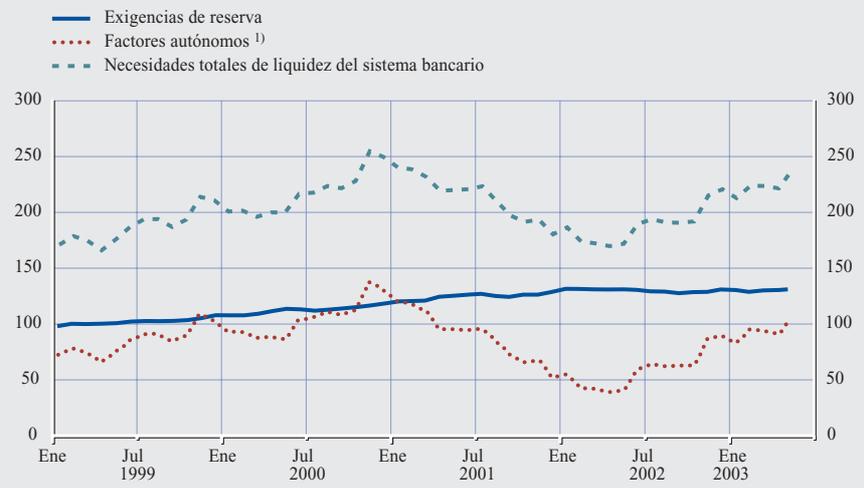
El marco operativo del Eurosistema ha funcionado correctamente desde comienzos de 1999, permitiendo, en general, que el BCE controle la situación

de liquidez y los tipos de interés a corto plazo con fluidez. Las únicas excepciones han sido algunos episodios de insuficiencia de pujas y de sobrepujas en las operaciones principales de financiación. Sin embargo, en los primeros años de la tercera fase de la UEM, la volatilidad media de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se ha mantenido en niveles reducidos según los parámetros internacionales. Esta escasa volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se consiguió sin recurrir apenas a las operaciones de ajuste, sino casi enteramente mediante la utilización del sistema de reservas mínimas con un mecanismo de promedios y las operaciones de mercado abierto semanales.

La estabilidad del mercado monetario contribuye a una transmisión eficiente de la política monetaria a la economía, además de reflejar la elevada credibilidad del banco central en cuanto a su capacidad para llevar a cabo operaciones y gestionar la liquidez.

**Gráfico 4.6 Exigencia de reservas y factores autónomos de liquidez**

(mm de euros; media de posiciones diarias en el período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

1) Los factores autónomos incluyen billetes en circulación, depósitos de las Administraciones Públicas y otros factores, y excluyen los activos exteriores netos.

**Clara indicación de la orientación de la política monetaria**

La ejecución de operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo hasta junio del 2000 contribuyó a señalar claramente la orientación de la política monetaria. A partir de dicha fecha, esta función la ha desempeñado el procedimiento de subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja, que ha funcionado satisfactoriamente, tal como indica el diferencial relativamente estrecho entre el tipo marginal de adjudicación y el tipo mínimo de puja. Por otro lado, la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario ha sido tan reducida como durante el período en el que se realizaban subastas a tipos de interés fijo.

Por último, el marco operativo con las operaciones principales de financiación semanales y con las operaciones de financiación a plazo más largo mensuales ha cumplido los objetivos de proporcionar liquidez a plazo más largo a las entidades de crédito y ofrecer al Eurosistema la flexibilidad suficiente para controlar la liquidez con la debida precisión en el corto plazo. El marco operativo ha mostrado también su solidez ante retos excepcionales, como la transición al año 2000 y los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, y su elevado grado de flexibilidad ante circunstancias imprevistas.

**Marco operativo flexible**



## 5 EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS PRIMEROS AÑOS DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

En este capítulo se describe la manera en que se ejecutó la política monetaria en la zona del euro entre 1999 y mediados del 2003. En este período, la zona del euro tuvo que hacer frente a una serie de perturbaciones económicas cuya naturaleza, magnitud y persistencia variaron a lo largo del tiempo. En este contexto, el Consejo de Gobierno adoptó sus decisiones de política monetaria centrándose en la necesidad de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo.

### 5.1 INTRODUCCIÓN

**Prioridad al mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo**

Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, en 1999, la ejecución de la política monetaria en la zona del euro se ha guiado por el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Al valorar los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro, el Consejo de Gobierno se ha basado siempre en el marco establecido en su estrategia de política monetaria, que implica la realización de un análisis exhaustivo tanto de las tendencias económicas como de las monetarias en la zona del euro (véase capítulo 3).

**Modificación de la periodicidad de las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se evalúa la orientación de la política monetaria**

Durante los primeros años de la Unión Monetaria, el Consejo de Gobierno evaluaba la orientación de la política monetaria en reuniones celebradas cada dos semanas. Sin embargo, en noviembre del 2001, el Consejo de Gobierno decidió que, en lo sucesivo, y por regla general, analizaría la orientación de la política monetaria únicamente en la primera reunión mensual. En consecuencia, se anunció que las decisiones relativas a los tipos de interés se adoptarían, normalmente, en la mencionada reunión, mientras que en la segunda reunión del mes, el Consejo de Gobierno se centraría en cuestiones relacionadas con las demás funciones y responsabilidades del BCE y del Eurosistema.

En general, se pueden distinguir tres fases en lo que respecta a la orientación de la política monetaria entre enero de 1999 y junio del año 2003 (véase gráfico 4.1). A principios de 1999, una combinación de factores, que ya habían estado afectando a los países que integraban la zona del euro en 1998, aumentaron los riesgos a la baja para la estabilidad de precios en la zona. En respuesta a esta situación, el Consejo de Gobierno decidió en abril de 1999 reducir el tipo de las operaciones principales de financiación hasta el 2,5%.

Posteriormente, en el período comprendido entre el verano de 1999 y finales del año 2000, las presiones inflacionistas fueron acentuándose paulatinamente en un entorno de intenso crecimiento económico, de presiones crecientes sobre los precios de importación impulsadas por la subida de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio, y de elevado crecimiento monetario. En este contexto, el Consejo de Gobierno elevó gradualmente los tipos de interés oficiales un total de 225 puntos básicos entre noviembre de 1999 y octubre del año 2000.

Tras un período de señales contradictorias hacia finales del año 2000, la información disponible a partir de la primavera del 2001 comenzó a proporcionar evidencia creciente de una disminución

**Se pueden distinguir tres etapas: desde el inicio de la tercera fase hasta el verano de 1999,...**

**... desde el verano de 1999 hasta finales del año 2000,...**

**...y una tercera fase que comenzó en la primavera del 2001**

### Gráfico 5.1 Inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)



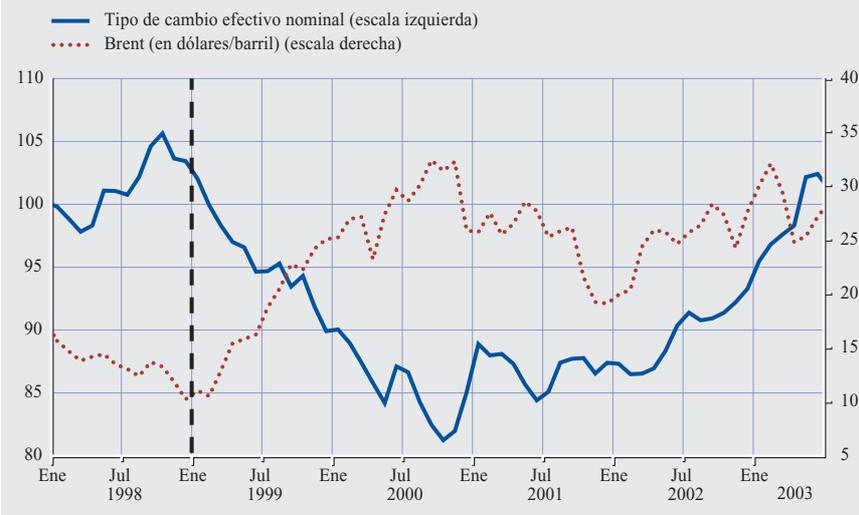
Fuente: Eurostat.

gradual de las presiones inflacionistas. Los principales factores que contribuyeron a la reducción de estas presiones fueron el crecimiento económico moderado y el fortalecimiento del tipo de cambio del euro, en un entorno caracterizado

por un ajuste patente en los mercados financieros y una gran incertidumbre geopolítica. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno redujo paulatinamente los tipos de interés oficiales del BCE en 275 puntos básicos entre mayo

### Gráfico 5.2 Tipo de cambio efectivo nominal del euro y precios del petróleo

(medias mensuales: índice I 1999=100)



Fuentes: BCE y Reuters.

del 2001 y junio del 2003. Los retos a los que se enfrentó la política monetaria en sus primeros cuatro años y medio de existencia se explican con más detalle en la siguiente sección.

## 5.2 EVOLUCIÓN GENERAL

**Transferencia de la política monetaria al BCE**

El proceso de convergencia que desembocó en la tercera fase de la UEM concluyó con éxito cuando el BCE se hizo cargo de la política monetaria de la zona del euro, el 1 de enero de 1999. La estabilidad de precios que se había alcanzado en los países integrantes de la zona permitió al Consejo de Gobierno iniciar sus operaciones en un momento en que los tipos de interés ya estaban en niveles muy reducidos. El tipo de interés de la primera operación principal de financiación se fijó en el 3%, el tipo de la facilidad marginal de crédito, en el 4,5%, y el de la facilidad de depósito, en el 2%. Estos tipos de interés se habían anunciado el 22 de diciembre de 1998, tras llevar a cabo el 3 de diciembre una reducción coordinada de los tipos de interés oficiales aplicados por los BCN de los países que habían acordado adoptar el euro desde el principio.

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

En el primer trimestre de 1999, los precios se mantuvieron en una senda moderada, debido, principalmente, a los efectos de anteriores perturbaciones de oferta de carácter favorable asociadas, en particular, a la caída de los precios del petróleo y a la desregulación del sector servicios. A principios de 1999, la inflación medida por el IAPC era inferior al 1% (véase gráfico 5.1). En este entorno de inflación reducida, se pusieron de manifiesto riesgos de desaceleración del crecimiento económico, como consecuencia de la mayor debilidad de la demanda exterior derivada de la crisis asiática de finales de 1997 y del empeoramiento de la confianza tras las perturbaciones provocadas en los mercados financieros por la crisis rusa del verano de 1998.

Así fue haciéndose cada vez más patente que los posibles riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo serían a la baja. No obstante, al mismo tiempo, algunos indicadores parecían apuntar en dirección opuesta. A pesar de la desaceleración económica, la confianza de los consumidores se mantuvo relativamente alta. Por otra parte, los precios del petróleo comenzaron a elevarse a partir de mediados de febrero y el euro se depreció ligeramente en términos efectivos en los primeros meses del año (véase gráfico 5.2). Por último, en el mismo período, los préstamos al sector privado crecieron a una tasa interanual de aproximadamente el 10% (véase gráfico 5.3) y el crecimiento de M3 se situó claramente por encima del valor de referencia del BCE, fijado en el 4,5% (véase gráfico 5.4). Con todo, la evolución monetaria no parecía entrañar riesgos al alza para la estabilidad de precios en esos momentos, en parte porque las desviaciones con respecto al valor de referencia no fueron ni significativas ni prolongadas.

A la vista de estas consideraciones, el 8 de abril de 1999 el Consejo de Gobierno acordó recortar 50 puntos básicos el tipo de las operaciones principales de financiación, hasta situarlo en el 2,5%. Simultáneamente, el Consejo de Gobierno redujo el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito hasta el 3,5% y el de la facilidad de depósito, hasta el 1,5%. Estas decisiones se consideraron apropiadas como medida cautelar para mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

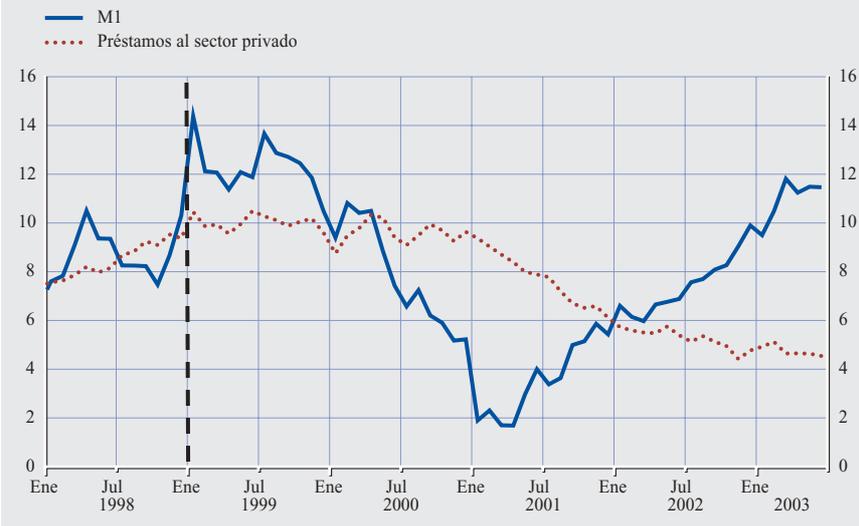
**Reducción de los tipos de interés oficiales del BCE en abril de 1999**

Posteriormente, a partir del verano de 1999, se hizo evidente que el crecimiento económico se aceleraría considerablemente en la segunda mitad del año y en el 2000. De hecho, en aquel momento, la mayor parte de los indicadores de la economía real apuntaban de forma creciente hacia una recuperación económica (véase gráfico 5.5).

**El entorno económico mejoró gradualmente desde mediados del año 1999,...**

### Gráfico 5.3 MI y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

...los precios de importación acentuaron las presiones sobre los precios...

En este contexto, el comportamiento de los precios de importación acentuó las presiones sobre los precios en la zona del euro. Los acontecimientos que se produjeron tanto del lado de la demanda como del de la oferta del mercado del petróleo

provocaron subidas continuas de los precios del petróleo entre mediados de 1999 y finales del año 2000, al tiempo que el tipo de cambio del euro se depreció considerablemente. En consecuencia, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona

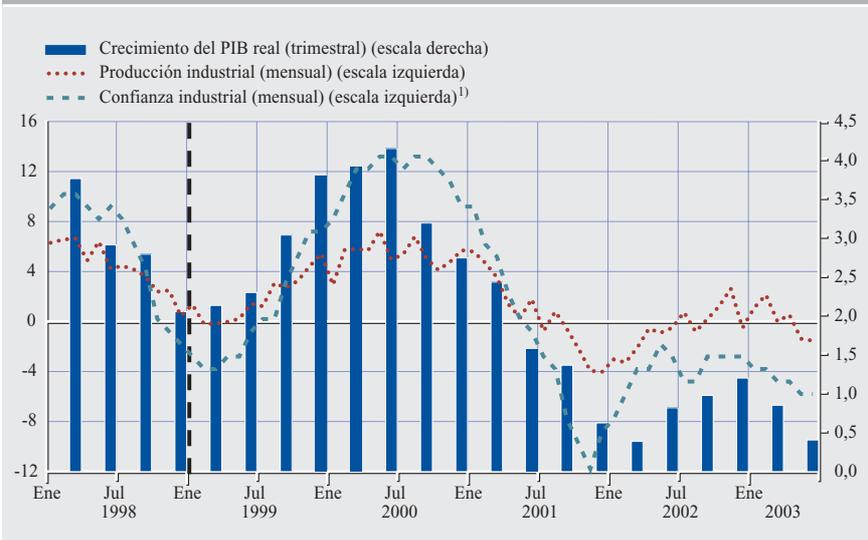
### Gráfico 5.4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

**Gráfico 5.5 PIB real, producción industrial y confianza industrial en la zona del euro**



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
1) Desviaciones respecto a la media desde enero de 1985.

del euro se incrementó gradualmente en este período, alcanzando niveles por encima del 2%, que era el límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo en niveles relativamente reducidos durante este período, a pesar de registrarse un crecimiento económico bastante intenso. Sin embargo, aumentó la preocupación de que las presiones inflacionistas generadas por los precios de importación pudieran tener efectos secundarios a través de la fijación de salarios y precios y, de este modo, dar lugar a un incremento de las expectativas de inflación a largo plazo (véase gráfico 5.6).

...y se consolidó la expansión monetaria,...

Otro motivo de preocupación lo constituyó el hecho de que el crecimiento monetario interanual siguiera aumentando considerablemente entre finales de 1999 y principios del año 2000, registrando, finalmente, niveles superiores al 6%.

La prolongada expansión monetaria indicaba que se había acumulado, paulatinamente, abundante liquidez. Además, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continuó fluctuando en torno al 10%.

En este contexto, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales del BCE en varias ocasiones entre noviembre de 1999 y octubre del año 2000, hasta un total de 225 puntos básicos. Como resultado de estas decisiones, a finales del 2000 el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación<sup>14</sup> se situaba en el 4,75%, y los de la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito, en el 3,75% y el 5,75%, respectivamente.

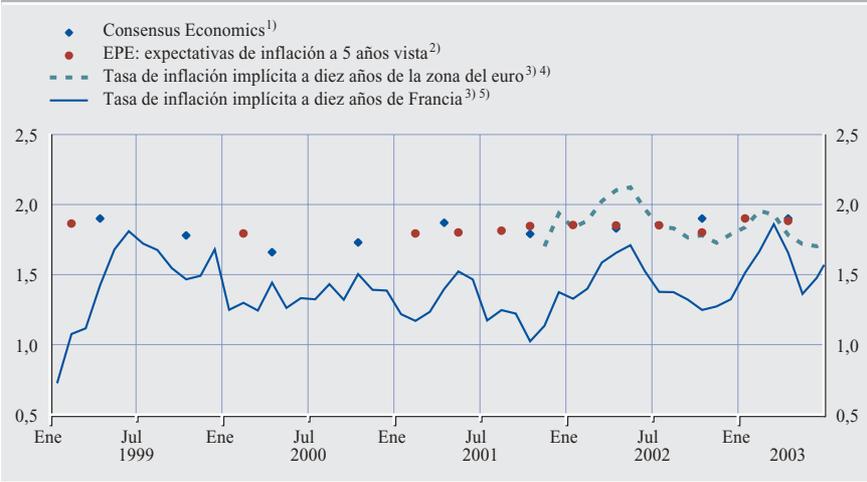
...lo que condujo a una elevación gradual de los tipos de interés oficiales del BCE

Tras un descenso continuado registrado desde finales de 1998, el tipo de cambio del euro se hallaba cada vez más distante de una posición acorde con la solidez de los fundamentos de la economía de la zona

Intervención en los mercados de divisas en el otoño del año 2000

<sup>14</sup> En junio del 2000, el BCE acordó sustituir, en las operaciones principales de financiación, las subastas a tipo de interés fijo por subastas a tipo variable con un tipo mínimo de puja.

**Gráfico 5.6 Indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro**



Fuentes: Tesoro francés, Reuters, Consensus Economics y BCE.

- 1) Encuesta a expertos en previsión económica y financiera publicada por Consensus Economics Inc. Esta medida de las expectativas de inflación a largo plazo se refiere a la tasa de inflación interanual prevista para los próximos seis a diez años.
- 2) Encuesta a expertos en previsión económica realizada por el BCE sobre diferentes variables en distintos horizontes temporales. Los participantes en la encuesta son expertos de instituciones radicadas en la Unión Europea.
- 3) La tasa de inflación implícita representa el valor medio de las expectativas de inflación durante el plazo del bono indicio, y se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal de un bono convencional y el rendimiento real de un bono indicio con la inflación, emitidos por el mismo emisor y a idéntico plazo.
- 4) Publicada por el Gobierno francés e iniciada con el IPC francés, excluido el tabaco.
- 5) Publicada por el Gobierno francés e iniciada con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco.

del euro, con el riesgo de provocar importantes desajustes, con implicaciones adversas para la economía mundial y para la estabilidad de precios de la zona del euro. En consecuencia, el 22 de septiembre de 2000, y a iniciativa del BCE, el G7 abordó la depreciación del euro en forma de una intervención concertada en los mercados de divisas mundiales por parte del BCE y de las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá. El BCE intervino de nuevo a principios de noviembre. Tras las intervenciones, la tendencia a la baja del tipo del cambio del euro se interrumpió a finales del 2000.

**La inflación medida por el IAPC continuó aumentando a comienzos del 2001**

La inflación interanual medida por el IAPC continuó elevándose a principios del 2001 y alcanzó un máximo del 3,4% en mayo (cifra revisada posteriormente a la baja, hasta el 3,1%),

principalmente como consecuencia de las alzas registradas en los precios de los alimentos no elaborados, relacionadas con las enfermedades sufridas por determinados animales. El crecimiento de los salarios también contribuyó al aumento del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y la energía.

En cierto modo, estas presiones a corto plazo sobre los precios contrastaban con la evolución económica real. A finales del año 2000, la economía mundial ya mostraba señales de debilidad. Las primeras indicaciones de una ralentización en Estados Unidos, que se hizo patente tras el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles con respecto a los máximos registrados a principios del 2000, así como

**La actividad económica empezó a mostrar señales de debilidad a finales del 2000 y en el 2001,...**

el deterioro de la situación en Japón, generaron una creciente incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial.

...también en la zona del euro,...

En la zona del euro también se observaron algunos indicios de desaceleración del crecimiento económico a principios del 2001. De hecho, todas las previsiones disponibles a finales del año 2000 y principios del 2001 indicaban, para finales del 2001, un descenso gradual del crecimiento del PIB real en la zona del euro hacia niveles acordes con su crecimiento potencial. Por otra parte, las previsiones mostraban de forma creciente un riesgo de desaceleración de la actividad, dado el deterioro de las perspectivas económicas internacionales.

...y el crecimiento monetario también disminuyó

El crecimiento de M3 continuó disminuyendo a principios del 2001, y sus tasas de crecimiento interanuales se mantuvieron por debajo del valor de referencia como consecuencia de la notable moderación de la expansión de sus componentes más líquidos (incluidos en el agregado estrecho M1), debido, probablemente, al impacto de la subida de los tipos interés oficiales del BCE desde noviembre de 1999. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado también se moderó desde comienzos del 2001.

El Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE en mayo del 2001

En términos generales, tanto la evolución monetaria como la moderación de las perspectivas de crecimiento económico apuntaban a una disminución de las presiones inflacionistas. En este contexto, el Consejo de Gobierno acordó reducir los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos el 10 de mayo y, de nuevo, el 30 de agosto de 2001.

Los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001 elevaron el grado de incertidumbre económica y socavaron la confianza, posibilitando el reforzamiento de la tendencia a la baja en la actividad económica. En estas circunstancias, con un deterioro en las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro ya anterior a los atentados terroristas, los riesgos de desaceleración aumentaron, al tiempo que se esperaba una amortiguación de las presiones inflacionistas. Tras una reunión extraordinaria, celebrada por teleconferencia el 17 de septiembre de 2001, el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos, concertando con la Reserva Federal de Estados Unidos y con otros bancos centrales descensos equivalentes en los tipos oficiales respectivos. Esta decisión representó una respuesta excepcional a circunstancias extraordinarias y fue reflejo de la convicción de que era preciso responder de forma rápida y coordinada a esta perturbación común de carácter mundial.

Los atentados terroristas en Estados Unidos representaron una gran perturbación para la economía mundial

Tras los atentados terroristas se hizo cada vez más patente que la actividad económica de la zona del euro mantendría su atonía en el segundo semestre del 2001 y a comienzos del 2002. Al mismo tiempo, el impacto de las perturbaciones que presionaron al alza el nivel de precios, causadas por la subida de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro en los años 1999 y 2000, así como por el aumento de los precios de los alimentos registrado a principios del 2001, estaba empezando a remitir.

Tras el 11 de septiembre de 2001, las presiones inflacionistas continuaron disminuyendo,...

Además, aunque el crecimiento monetario era intenso no se consideraba indicativo de riesgos al alza para la estabilidad de precios. De hecho, parecía que la persistente caída de las cotizaciones bursátiles con respecto a los máximos observados a principios del

...mientras que la demanda de activos líquidos se intensificó en unos momentos de elevada incertidumbre

año 2000 había llevado a muchos inversores a reestructurar sus inversiones en favor de instrumentos a corto plazo más líquidos y más seguros. Este proceso se afianzó aún más tras los atentados terroristas de septiembre del 2001 en Estados Unidos, en la medida en que elevaron la incertidumbre en los mercados financieros. El hecho de que el crecimiento de los préstamos al sector privado estuviera disminuyendo también disipó los temores de que se produjeran presiones al alza sobre los precios a finales del 2001.

**El Consejo de Gobierno recortó de nuevo los tipos de interés oficiales en noviembre del 2001**

Considerando todas estas circunstancias, el BCE rebajó los tipos de interés oficiales 50 puntos básicos adicionales el 8 de noviembre de 2001, de modo que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,25%, el tipo de la facilidad de depósito en el 2,25%, y el de la facilidad marginal de crédito en el 4,25%, respectivamente.

**Las perspectivas para la actividad económica parecieron mejorar a comienzos del 2002...**

En los primeros meses del 2002, los riesgos a la baja para el crecimiento económico asociados a los atentados terroristas del 11 de septiembre parecían estar remitiendo. Algunos indicadores apuntaban a una recuperación de la actividad económica en la zona del euro y, en general, a escala mundial. Ciertamente, a principios del 2002 se registró una moderada recuperación del crecimiento del PIB real de la zona del euro. No obstante, a pesar de las expectativas generalizadas acerca de que el crecimiento económico real alcanzaría su tasa potencial en la segunda mitad del 2002, la fortaleza de la recuperación permaneció rodeada de un grado excepcionalmente alto de incertidumbre debido, entre otros factores, a la persistente debilidad y a la elevada volatilidad de los mercados de valores.

En el segundo semestre del 2002 aumentó la preocupación en torno a las perspectivas económicas. El repunte de la economía resultó ser más débil de lo esperado. Las tensiones geopolíticas en Oriente Medio se intensificaron, como quedó reflejado en la subida de los precios del petróleo. Al mismo tiempo creció la inquietud sobre la fiabilidad de la información sobre la contabilidad financiera que proporcionaban las empresas. Esto, unido a datos de beneficios empresariales peores de lo esperado, continuó afectando a las cotizaciones bursátiles en un entorno de elevada volatilidad. Todos estos factores dieron lugar a que las expectativas de crecimiento económico en la zona del euro se revisaran de nuevo a la baja.

**...pero volvieron a empeorar después del verano**

No obstante, la inflación medida por el IAPC se mantuvo por encima del 2% en el 2002, debido en parte al efecto de condiciones meteorológicas adversas en los precios de los alimentos, y a la subida de los precios del petróleo. También se produjo cierto impacto al alza en los precios como consecuencia de la introducción del euro<sup>15</sup>, en particular en lo que respecta a determinados servicios, aunque el efecto general fue reducido. El hecho de que los componentes menos volátiles de la inflación mantuvieran tasas bastante elevadas en un contexto de contención de la actividad económica y de que el crecimiento de los salarios nominales continuara siendo relativamente intenso a pesar del aumento del desempleo fueron motivos de cierta preocupación en lo que se refiere a las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo.

**La inflación medida por el IAPC se mantuvo en tasas relativamente altas...**

Sin embargo, la moderación de la actividad económica se consideraba, cada vez más, un factor que, en última instancia, limitaría los posibles riesgos al alza para la estabilidad de precios, ya que en este entorno era menos probable que se materializaran ries-

**...aunque muchos factores apuntaban a un descenso de las presiones inflacionistas a medio plazo**

<sup>15</sup> Al iniciarse la tercera fase de la UEM, los billetes y las monedas todavía estaban denominados en las antiguas monedas nacionales. Los billetes y monedas de euro se introdujeron el 1 de enero de 2002.

gos relacionados con los salarios. Además, la apreciación del tipo de cambio del euro en la primavera del 2002 contribuyó a reducir las presiones inflacionistas.

**El crecimiento monetario mantuvo su intensidad en los años 2002 y 2003**

El crecimiento monetario mantuvo su intensidad en el 2002 y principios del 2003. Al igual que en el año 2001, esta evolución obedeció, en parte, a la elevada volatilidad de los mercados financieros, que aumentó las preferencias de los inversores por activos financieros líquidos a corto plazo y de menor riesgo. Sin embargo, al mismo tiempo, también fue resultado de los tipos de interés relativamente bajos vigentes en la zona del euro en el 2002. Con todo, teniendo en cuenta la debilidad de la actividad económica en la zona del euro y la persistencia de un crecimiento moderado del crédito, se consideró que los riesgos inflacionistas relacionados con el fuerte crecimiento monetario eran limitados.

**En consecuencia, el BCE redujo los tipos de interés oficiales hasta niveles muy bajos**

Considerando todas estas circunstancias, el Consejo de Gobierno volvió a recortar los tipos de interés oficiales del BCE un total de 125 puntos básicos durante el período comprendido entre diciembre del 2002 y junio del 2003. Estas decisiones sirvieron para contrarrestar, en cierta medida, los distintos factores que estaban afectando adversamente a la actividad económica y, con ello, mejoraron las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. Así pues, en junio del 2003 el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situaba en el 2%, y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el 3% y el 1%, respectivamente.

### **5.3 EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE ESTE PERÍODO**

**En un entorno difícil caracterizado por presiones inflacionistas a medio plazo...**

En sus primeros años, la política monetaria única hubo de ejecutarse en un entorno muy difícil, en el que distintas perturbaciones influyeron considerablemente en la evolución a corto

plazo de los precios. Entre estas perturbaciones cabe mencionar la triplicación de los precios del petróleo entre comienzos de 1999 y mediados del año 2000, la pronunciada depreciación del euro en el citado período y, en el 2001, el incremento de los precios de los alimentos como resultado de una serie de epidemias sufridas por determinados animales. En este contexto de riesgos a alza para los precios, era fundamental que la política monetaria impidiera que estas perturbaciones afectaran a las expectativas de inflación y provocaran espirales de precios y salarios.

Al mismo tiempo, la política monetaria debía reaccionar ante estas perturbaciones con una orientación adecuada a medio plazo, con el fin de limitar la volatilidad en la evolución del producto. Esta orientación también implicaba que la política monetaria tenía que analizar el comportamiento a corto plazo de los precios para poder controlar de manera adecuada su trayectoria a más largo plazo.

A pesar de que la tasa de inflación se vio sometida a varias perturbaciones adversas, la tasa media interanual de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el período comprendido entre enero de 1999 y junio del año 2003 se situó sólo ligeramente por encima del 2%, el límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE. Al mismo tiempo, cabe observar que, desde comienzos de 1999, todos los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantuvieron casi permanentemente por debajo pero próximos al 2%. También hay que destacar que las expectativas de inflación permanecieron en esos niveles en momentos tanto de presiones inflacionistas al alza como a la baja. Esto no sólo es válido para las

**...el BCE actuó con una perspectiva a medio plazo...**

**...y mantuvo la credibilidad**

expectativas de inflación a largo plazo que señalaban las encuestas de economistas del sector privado, sino también para las expectativas de inflación a largo plazo implícitas en el precio de los bonos (véase gráfico 5.6). Esto indica que la opinión pública y los mercados han confiado en la determinación del BCE

de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Son señales positivas de que, desde el principio, el BCE ha sido capaz de forjar su credibilidad y convencer a la opinión pública y a los mercados de su intención de cumplir el compromiso de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

## ANEXO

### LAS TRES FASES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

En junio de 1988, el Consejo Europeo confirmó el objetivo de lograr progresivamente la realización de una unión económica y constituyó un Comité, presidido por el entonces presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, para que estudiase y propusiese fases concretas que condujeran hacia dicha unión. El Comité estaba formado por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países de la CE, Alexandre Lamfalussy, entonces director general del Banco de Pagos Internacionales, Niels Thygesen, catedrático de Economía de la Universidad de Copenhague, y Miguel Boyer, presidente del Banco Exterior de España en aquel momento. Fruto de su trabajo, el «Informe Delors» proponía que la unión económica y monetaria se alcanzase en tres fases diferenciadas pero progresivas.

#### **Primera fase de la UEM**

Atendiendo a las conclusiones del Informe Delors, el Consejo Europeo decidió en junio de 1989 que la primera fase de la unión económica y monetaria comenzaría el 1 de julio de 1990, fecha en la que, en principio, quedaban suprimidas todas las restricciones a la circulación de capitales entre los Estados miembros. Al mismo tiempo, al Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea, que había desempeñado un papel de creciente relevancia en la cooperación monetaria desde que fuera creado en mayo de 1964, le fueron atribuidas nuevas competencias en virtud de una Decisión del Consejo de 12 de marzo de 1990, entre las que se incluían mantener consultas sobre las políticas monetarias de los Estados miembros y fortalecer la coordinación de dichas políticas a fin de conseguir la estabilidad de precios. En vista de la relativa escasez de tiempo disponible y de la complejidad de las tareas, el Comité de Gobernadores comenzó, simultáneamente, la realización de los trabajos preparatorios para el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El primer paso consistió en identificar las cuestiones que debían someterse inicialmente a examen, ultimar un programa de trabajo para finales de 1993 y determinar a partir de éste el cometido de los subcomités y de los grupos de trabajo establecidos a tal efecto.

Para la realización de las fases segunda y tercera, resultaba necesario revisar el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea (el «Tratado de Roma») con objeto de establecer la infraestructura institucional necesaria. Con este fin, se convocó una Conferencia Intergubernamental sobre la UEM, que tuvo lugar en 1991, en paralelo a la Conferencia Intergubernamental sobre la unión política. Las negociaciones concluyeron con la adopción, en diciembre de 1991, del Tratado de la Unión Europea, que fue firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992. No obstante, debido a los retrasos ocurridos en el proceso de ratificación no entró en vigor hasta el 1 de noviembre de 1993. El nuevo Tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea, que pasó a denominarse Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, e incorporó, entre otros, el Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo y el Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo.

### **Segunda fase de la UEM, constitución del IME y del BCE**

La creación del Instituto Monetario Europeo (IME), el 1 de enero de 1994, señaló el comienzo de la segunda fase de la UEM y la disolución del Comité de Gobernadores. La existencia transitoria del IME reflejaba igualmente el estado de integración monetaria en la Comunidad. Entre las atribuciones del IME no figuraba la ejecución de la política monetaria en la Unión Europea, que siguió siendo competencia exclusiva de las autoridades nacionales, ni tampoco la intervención en los mercados de divisas.

Las dos funciones principales del IME eran:

- i. Fortalecer la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de las políticas monetarias.
- ii. Realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), para la ejecución de la política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase.

A estos efectos, el IME constituyó un foro de consulta, debate e información sobre cuestiones de política monetaria, al tiempo que estableció el marco necesario en materia normativa, de organización y de logística para que el SEBC llevase a cabo sus tareas en la tercera fase.

En diciembre de 1995, el Consejo Europeo acordó que la unidad monetaria europea, que habría de introducirse al inicio de la tercera fase, se denominaría «euro», y confirmó que dicha fase comenzaría el 1 de enero de 1999. Además, se anunció el orden cronológico de una serie de acontecimientos que marcarían el avance en el proceso de transición al euro. Estas actividades seguían, en su gran mayoría, diversas propuestas muy detalladas elaboradas por el IME, el cual recibió, además, el encargo de realizar los trabajos preparatorios de las futuras relaciones monetarias y cambiarias entre los países de la zona del euro y los demás países de la UE. En diciembre de 1996, el IME presentó al Consejo Europeo un informe que constituyó la base para la elaboración de una Resolución del Consejo Europeo sobre los principios y elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC II), que fue adoptado en junio de 1997.

En diciembre de 1996, el IME presentó asimismo al Consejo Europeo, y posteriormente al público, las series de los diseños de los billetes en euros seleccionados que entrarían en circulación el 1 de enero de 2002.

A fin de completar y desarrollar las disposiciones del Tratado relativas a la UEM, el Consejo Europeo adoptó, en junio de 1997, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, del que forman parte dos Reglamentos, cuya finalidad es garantizar la disciplina presupuestaria en relación con la UEM. En mayo de 1998, el Consejo emitió una Declaración por la que se ampliaba el Pacto y se reforzaban los compromisos adquiridos.

El 2 de mayo de 1998, el Consejo de la Unión Europea, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, decidió por unanimidad que once Estados miembros (Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países

Bajos, Austria, Portugal y Finlandia) cumplían las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única el 1 de enero de 1999. Dichos países participarían, por tanto, en la tercera fase de la UEM. Los Jefes de Estado o de Gobierno llegaron, asimismo, a un acuerdo político con relación a las personas que recomendarían para que fueran elegidos miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

Al mismo tiempo, los ministros de Economía de los Estados miembros que habían decidido adoptar la moneda única acordaron, junto con los gobernadores de los bancos centrales nacionales de dichos países, la Comisión Europea y el IME, que se utilizarían los tipos centrales frente al ECU del Sistema Monetario Europeo para determinar los tipos de conversión irrevocables entre las monedas de los Estados miembros participantes y el euro.

El 25 de mayo de 1998, los Gobiernos de los once Estados miembros participantes nombraron al presidente, al vicepresidente y a los otros cuatro miembros del Comité Ejecutivo del BCE. La toma de posesión efectiva de estos cargos tuvo lugar el 1 de junio de 1998 y señaló la constitución del BCE. El BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes constituyen el Eurosistema, sobre el que recae el cometido de establecer y formular la política monetaria única en la tercera fase de la UEM.

Con la creación del BCE, el 1 de junio de 1998, las tareas del IME se consideraron concluidas. De conformidad con el artículo 123 (antiguo artículo 109 L) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el IME entró en liquidación en el momento de la constitución del BCE. La totalidad de los trabajos preparatorios encomendados al IME concluyó en el plazo previsto y el BCE empleó el resto del año 1998 realizando pruebas finales sobre el funcionamiento de diversos sistemas y procedimientos.

### **Tercera fase de la UEM, fijación irrevocable de los tipos de cambio**

El 1 de enero de 1999 daba comienzo la fase tercera y última de la UEM con la fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas de los once Estados miembros participantes desde el principio en la unión monetaria y el inicio de la ejecución de la política monetaria única bajo la responsabilidad del BCE.

El número de Estados miembros participantes aumentó a doce el 1 de enero de 2001, con la incorporación de Grecia a la tercera fase de la UEM, cuyo banco central forma parte del Eurosistema desde esa fecha. La incorporación de Grecia se produjo a raíz de que la decisión adoptada el 19 de junio de 2000 por el Consejo de la Unión Europea, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, confirmase que este país cumplía los criterios de convergencia.



## GLOSARIO

**Activo de la lista «dos»:** activo negociable o no negociable cuyos criterios de selección específicos son establecidos por los bancos centrales nacionales, previa aprobación del **Banco Central Europeo (BCE)**.

**Activo de la lista «uno»:** activo negociable que cumple ciertos criterios de selección uniformes para el conjunto de la **zona del euro** establecidos por el **Banco Central Europeo (BCE)**.

**Activos de garantía:** activos pignorados (v.g., por las **entidades de crédito** con los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., a los bancos centrales por las entidades de crédito) como parte de las **cesiones temporales**.

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

**Administraciones Públicas:** tal y como se definen en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, agrupa a las administraciones central, regional y local, así como a las administraciones de Seguridad Social.

**Agregados monetarios:** suma del **efectivo en circulación** y del saldo vivo de determinados pasivos de las **instituciones financieras monetarias (IFM)** con un grado de liquidez relativamente elevado y que están en manos de residentes de la zona del euro distintos de las IFM no incluidos en la Administración Central. El agregado monetario estrecho **M1** se ha definido como el efectivo en circulación y los **depósitos a la vista**. El agregado monetario «intermedio» **M2** comprende M1, **los depósitos a plazo** hasta dos años y los **depósitos disponibles con preaviso** hasta tres meses. El agregado monetario amplio **M3** incluye M2, las **cesiones temporales**, las participaciones en **fondos del mercado monetario** y los **valores distintos de acciones** hasta dos años. El **Consejo de Gobierno** del **BCE** ha anunciado un valor de referencia para el crecimiento de M3 (véase, también, **valor de referencia para el crecimiento monetario**).

**Ampliación de la UE:** En el año 2003, el **Consejo Europeo** reconoció a un total de trece países de la Europa Central y Oriental y de la cuenca mediterránea como candidatos a la adhesión a la Unión Europea (UE). Los siguientes diez países firmaron el Tratado de Adhesión con vistas a integrarse en la UE el 1 de mayo de 2004: República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia. Otros dos países, Bulgaria y Rumanía, iniciaron las negociaciones en el año 2003 y se les ha dado la posibilidad de integrarse en la UE en el año 2007. Turquía es el otro país candidato a la adhesión.

**Balance consolidado de las IFM:** se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las propias IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos

y pasivos del **sector IFM** frente a residentes en la **zona del euro** que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los **agregados monetarios** y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

**Banco Central Europeo (BCE):** el BCE es el núcleo del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y del **Eurosistema** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al derecho comunitario. Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades, o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

**Base monetaria:** está formada por el efectivo (billetes y monedas) en circulación, las reservas de las entidades de contrapartida en cuentas del **Eurosistema** y el recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema. Estos elementos son pasivos computables del balance del Eurosistema. Las reservas pueden desglosarse en exigencia de reservas y exceso de reservas. El sistema de reservas mínimas del Eurosistema exige a las entidades de contrapartida mantener unas reservas obligatorias en los BCN. Además de estas reservas, las entidades de crédito suelen mantener voluntariamente una cantidad reducida de exceso de reservas en el Eurosistema.

**Base de reservas:** suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

**Brecha de producción:** diferencia entre el producto real y el producto potencial de una economía, expresada en porcentaje del producto potencial. El producto potencial es el producto que puede alcanzarse cuando los factores de producción se utilizan a niveles no inflacionistas.

**Cesión temporal:** acuerdo para vender un activo y recomprarlo a un precio predefinido en una fecha futura o a solicitud de la otra parte. Este acuerdo es similar a la toma de préstamos con garantía, con la diferencia de que, en el caso de las cesiones, el vendedor no conserva la propiedad de los valores. Las cesiones temporales se incluyen en **M3** en los casos en los que el vendedor es una **institución financiera monetaria (IFM)** y la **entidad de contrapartida**, un residente en la **zona del euro** distinto de IFM.

**Coefficiente de reservas:** porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Estos coeficientes se utilizan para calcular las **exigencias de reservas**.

**Comisión Europea:** institución de la Comunidad Europea que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**, toma la iniciativa en cuanto a las políticas comunitarias, propone los actos jurídicos comunitarios y ejerce sus funciones en

áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión recomienda unas orientaciones generales para las políticas económicas de la Comunidad e informa al **Consejo de la UE** sobre la evolución y las políticas económicas. Asimismo, efectúa un seguimiento de las finanzas públicas en el marco de la supervisión multilateral y presenta informes al Consejo.

**Comité Económico y Financiero:** órgano consultivo de la Comunidad establecido al inicio de la **tercera fase** de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. Los **Estados miembros**, la **Comisión Europea** y el **Banco Central Europeo (BCE)** nombran cada uno no más de dos representantes. Uno de los dos representantes nombrados por los Estados miembros es alto cargo de la administración nacional respectiva y el otro pertenece a la alta dirección del banco central nacional respectivo. Sin embargo, los representantes de los bancos centrales nacionales sólo participan en las reuniones de este Comité cuando se tratan cuestiones que competen a sus instituciones y sobre las que tienen experiencia concreta. El apartado 2 del artículo 114 del **Tratado** contiene una lista de las funciones del Comité Económico y Financiero.

**Comité Ejecutivo:** uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los **Estados miembros** que han adoptado el **euro**.

**Consejo:** véase **Consejo de la UE**.

**Consejo ECOFIN:** véase **Consejo de la UE**.

**Consejo Europeo:** proporciona a la Unión Europea los incentivos necesarios para su desarrollo y define la orientación política general. De él forman parte los Jefes de Estado o de Gobierno de los **Estados miembros** y el Presidente de la **Comisión Europea** (véase, también, **Consejo de la UE**).

**Consejo General:** uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales de la UE.

**Consejo de Gobierno:** el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el **euro**.

**Consejo de la UE:** institución de la Comunidad Europea integrada por representantes de los Gobiernos de los **Estados miembros**, generalmente los ministros responsables de los asuntos a tratar (por lo que, a menudo, se le denomina Consejo de Ministros). El Consejo de la UE compuesto por los ministros de economía y finanzas se conoce con el nombre de **Consejo ECOFIN**. Además, el Consejo puede estar formado por los Jefes de Estado o de Gobierno (véase, también, **Consejo Europeo**).

**Coste de oportunidad:** medida de los costes de mantener un activo, que normalmente se calcula como el diferencial entre su propia rentabilidad y la de un activo alternativo.

**Crédito a residentes en la zona del euro:** medida amplia de la financiación facilitada por el sector IFM a los residentes en la zona del euro distintos de **instituciones financieras monetarias (IFM)** (incluidos el sector privado y las **Administraciones Públicas**). En su definición se incluyen **préstamos a residentes en la zona del euro** concedidos por las IFM y valores emitidos por residentes en dicha zona en poder de estas instituciones. Entre estas últimas figuran acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones. Dado que los valores pueden considerarse una fuente de financiación alternativa con respecto a los préstamos y que algunos préstamos pueden titulizarse, esta definición ofrece una información más precisa sobre el volumen total de financiación proporcionado por el sector IFM a la economía que una definición más limitada que sólo incluyera los préstamos.

**Criterios de convergencia:** criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 121 del **Tratado** (y desarrollado en el Protocolo nº 21) para evaluar si un país puede adoptar el euro. Se refieren a la **estabilidad de precios**, la situación de las finanzas públicas, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo. También comprenden la compatibilidad de la legislación nacional, incluidos los Estatutos de los bancos centrales nacionales, con el Tratado y los Estatutos del **Sistema Europeo de Bancos Centrales** y del **Banco Central Europeo**.

**Deflación:** descenso del nivel general de precios, por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Demanda de dinero:** relación económica fundamental que representa la demanda de los saldos monetarios por parte de **instituciones financieras no monetarias**. La demanda de dinero suele expresarse como una función de los precios y de la actividad económica, que sirve de aproximación al nivel de transacciones en la economía y a ciertas variables de tipos de interés, que miden los **costes de oportunidad** de mantener dinero.

**Depósitos disponibles con preaviso:** depósitos de ahorro en los que el tenedor tiene que esperar un período fijo para poder disponer de sus fondos. En algunos casos existe la posibilidad de retirar, a petición, una determinada cantidad fija en un período especificado o de disponer de los fondos con antelación, sujetos a una penalización. Los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**), mientras que los disponibles con preaviso superior a tres meses lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector IFM.

**Depósitos a plazo:** depósitos con un vencimiento dado que, dependiendo de las prácticas nacionales, pueden estar sujetos a una penalización en caso de disponer de los fondos con antelación. También incluyen algunos instrumentos de renta fija no negociables, como los certificados de depósito (minoristas) no transferibles. Los depósitos a plazo hasta dos años están incluidos en **M2** (y, por lo tanto, en **M3**),

mientras que los depósitos a más de dos años lo están en los pasivos financieros a más largo plazo (no monetarios) del sector IFM.

**Depósitos a la vista:** depósitos con vencimiento al día siguiente. Esta categoría de instrumentos se compone, fundamentalmente, de aquellos depósitos a un día que son totalmente transferibles (mediante cheque o similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al día siguiente tras el cierre de la sesión. Los depósitos a la vista están incluidos en **M1** (y, por lo tanto, en **M2** y en **M3**).

**ECU (unidad de cuenta europea):** antes de la **tercera fase** de la UEM, el ECU era una cesta compuesta por la suma de cantidades fijas de doce de las quince monedas de los **Estados miembros** de la UE. El valor del ECU se calculaba como una media ponderada del valor de las divisas que lo integraban. El ECU fue sustituido, a la par, por el **euro** el 1 de enero de 1999.

**Efectivo en circulación:** se refiere a los billetes y a las monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. Desde comienzos del 2002, el efectivo en circulación en la **zona del euro** incluye billetes emitidos por el **Eurosistema** y por otras **instituciones financieras monetarias (IFM)**, así como monedas emitidas por las administraciones centrales de la zona denominadas tanto en **euros** como en las antiguas monedas nacionales, a pesar de que el euro es la única moneda de curso legal en todos los países de la zona del euro desde el 1 de marzo de 2002. Los billetes de las antiguas monedas nacionales dejaron de incluirse en los billetes en circulación desde el 1 de enero de 2003, tanto a efectos estadísticos como de información financiera del **Eurosistema**. Lo mismo sucede con las monedas. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere sólo a los billetes y monedas en circulación mantenidos fuera del sector IFM (lo que implica que se ha restado el efectivo emitido y tenido por las IFM —«reservas en efectivo»—). Además, no incluye el saldo de los billetes almacenados en los bancos centrales (puesto que no se han emitido), ni las monedas conmemorativas, que no se utilizan habitualmente para efectuar pagos.

**Entidad de contrapartida:** la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

**Entidad de crédito:** toda entidad que se encuentre al amparo de la definición contenida en el apartado 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del **Parlamento Europeo** y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, modificada por la Directiva 2000/28/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000. Así, una entidad de crédito es (i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o (ii) una empresa o cualquier otra persona jurídica que no esté recogida en (i), que emita medios de pago en forma de «dinero electrónico» (es decir, un valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor: (a) almacenado en un soporte electrónico; (b) emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido; y (c) aceptado como medio de pago por agentes distintos del emisor).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día. Se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día no garantizadas, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. En octubre de 1998, el **Consejo de Gobierno** publicó una definición cuantitativa de estabilidad de precios para ofrecer una orientación clara sobre las expectativas de evolución futura de los precios y para rendir cuentas. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. En mayo del 2003, el Consejo de Gobierno clarificó que, al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, aspira a mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor, en el medio plazo.

**Estado miembro:** país miembro de la Unión Europea.

**Estrategia de política monetaria:** el enfoque general adoptado para la ejecución de la política monetaria. La estrategia de política monetaria del BCE comprende una definición cuantitativa del objetivo primordial de estabilidad de precios y un marco analítico basado en dos pilares, el análisis económico y el análisis monetario, que constituye la base de la evaluación exhaustiva que realiza el **Consejo de Gobierno** de los riesgos para la **estabilidad de precios**, y de sus decisiones de política monetaria. También proporciona el marco para explicar a la opinión pública las decisiones de política monetaria.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otro banco. El EURIBOR se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento a una semana, y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diarios, redondeados al tercer decimal, de un panel representativo de las principales entidades de crédito.

**Euro:** nombre de la moneda única europea adoptado por el **Consejo Europeo** en la reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995.

**Eurosistema:** el sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales de los **Estados miembros** que han adoptado el **euro** en la **tercera fase** de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** (véase, también, **zona del euro**). En el 2003, el Eurosistema estaba integrado por doce bancos centrales nacionales.

**Eurostat:** Oficina Estadística de las Comunidades Europeas que forma parte de la **Comisión Europea** y es responsable de la elaboración de las estadísticas comunitarias.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**,

la exigencia de reservas de una **entidad de crédito** se calcula multiplicando el **coeficiente de reservas** de cada categoría de pasivos computables de la **base de reservas** por el saldo de dichos pasivos en el balance de la entidad. Además, las entidades pueden deducir una franquicia de las reservas exigidas.

**Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para efectuar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés predeterminado (véase **tipos de interés oficiales del BCE**).

**Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés predeterminado contra la entrega de activos de garantía (véase **tipos de interés oficiales del BCE**).

**Facilidad permanente:** instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El Eurosistema ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

**Fondo del mercado monetario:** institución de inversión colectiva que invierte principalmente en instrumentos del mercado monetario o en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual hasta un año, y que trata de alcanzar una rentabilidad próxima a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

**Fondo de pensiones:** provisión o fondo similar que reservan las sociedades no financieras para pagar las pensiones de sus empleados.

**Futuros:** contrato para comprar o vender valores o materias primas a un precio fijo en una fecha futura especificada.

**Grado de apertura:** dependencia de la economía del intercambio comercial con otros países o regiones, medida, por ejemplo, por la suma de las importaciones y las exportaciones en relación con el PIB.

**Hogares:** uno de los sectores institucionales del **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**. El sector hogares comprende individuos o grupos de individuos tanto en su condición de consumidores como, posiblemente, en la de empresarios (es decir, empresas individuales y sociedades personalistas). De conformidad con el SEC 95, las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares constituyen un sector institucional separado, aunque, con frecuencia figuran conjuntamente con los hogares.

**Independencia de los bancos centrales:** disposición legal que garantiza que un banco central puede llevar a cabo sus tareas y funciones sin interferencia política. El artículo 108 del **Tratado** establece el principio de independencia de los bancos centrales de la zona del euro

**Indicadores adelantados:** variables económicas que adelantan o contienen información de utilidad para predecir la evolución futura de otras variables.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** índice de precios de consumo cuya metodología estadística se ha armonizado para todos los países de la UE.

**Inflación:** incremento del nivel general de los precios, por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones Financieras Monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluye el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos e invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por **fondos del mercado monetario**.

**Instituto Monetario Europeo (IME):** institución de carácter temporal creada, el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. Sus dos funciones principales consistían en reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias, y realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la **tercera fase**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo (BCE)**.

**M1, M2, M3:** véase **agregados monetarios**.

**Mecanismo de Cambios del SME:** el mecanismo de tipos de cambio e intervención del **Sistema Monetario Europeo** definía el tipo de cambio de las divisas que lo integraban en términos de una paridad central frente al **ECU**. Estos tipos centrales se utilizaban para establecer una parrilla de paridades bilaterales entre las monedas participantes. Se permitía la fluctuación de las monedas alrededor de los tipos de cambio centrales bilaterales dentro de unas bandas. Las paridades centrales podían ajustarse previo acuerdo unánime de todos los países que participaban en este mecanismo. El Mecanismo de Cambios del SME dejó de funcionar al iniciarse la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** y establecerse el **MTC II**.

**Mecanismo de transmisión de la política monetaria:** proceso a través del cual las decisiones de política monetaria influyen en la economía en general y en los niveles de precios en particular.

**Mercado bursátil:** véase **mercado de renta variable**.

**Mercado de derivados:** mercado en el que se emiten y negocian contratos financieros cuyo valor está relacionado con el precio de activos subyacentes, tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles o precios de las materias primas. Los tipos de derivados básicos son los **futuros**, las **opciones**, los *swaps* y los **acuerdos sobre tipos de interés futuros**.

**Mercado monetario:** mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo mediante la utilización de instrumentos que, generalmente, tienen un vencimiento hasta un año.

**Mercado de renta fija:** mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija a más largo plazo.

**Mercado de renta variable:** mercado en el que se emiten y negocian acciones. Las acciones son participaciones en la propiedad de una empresa. Una diferencia importante entre acciones y deuda es que, en el primer caso, el emisor no tiene que efectuar ningún reembolso.

**Mercados financieros:** mercados en los que los que tienen exceso de fondos prestan a los que necesitan financiación.

**MTC (Mecanismo de Tipos de Cambio del SME):** el mecanismo de tipos de cambio e intervención del **Sistema Monetario Europeo** definía el tipo de cambio de las divisas que lo integraban en términos de una paridad central frente al **ECU**. Estos tipos centrales se utilizaban para establecer una parrilla de paridades bilaterales entre las monedas participantes. Se permitía la fluctuación de las monedas alrededor de los tipos de cambio centrales bilaterales dentro de unas bandas. Las paridades centrales podían ajustarse previo acuerdo unánime de todos los países que participaban en este mecanismo. El Mecanismo de Cambios del SME dejó de funcionar al iniciarse la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)** y establecerse el **MTC II**.

**MTC II (Mecanismo de Tipos de Cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre la **zona del euro** y los **Estados miembros de la UE** que no participan en ella desde el inicio de la **tercera fase** de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**. La participación en el MTC II es voluntaria; sin embargo, los Estados miembros acogidos a excepción pueden integrarse en él. La intervención en los mercados de divisas y la financiación en los márgenes de la banda de fluctuación estándar o de la más estrecha son, en principio, automáticas e ilimitadas, disponiéndose de una financiación a muy corto plazo. El **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales participantes que no pertenecen a la zona del euro pueden, sin embargo, suspender la intervención automática si dicha intervención entra en conflicto con su objetivo principal de mantener la **estabilidad de precios**.

**Neutralidad del dinero:** principio económico básico que afirma que, a largo plazo, las variaciones en la oferta monetaria producen únicamente cambios en las variables nominales, pero no en las variables reales. Por lo tanto, las variaciones en la oferta monetaria no tendrán efecto a largo plazo sobre variables como el producto real, el desempleo o los tipos de interés reales.

**Objetivo de inflación:** estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en las desviaciones de las previsiones de inflación con respecto al objetivo de inflación publicado.

**Objetivo monetario:** estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en las desviaciones del crecimiento monetario con respecto a un objetivo anunciado con antelación.

**Objetivo de tipo de cambio:** estrategia de política monetaria encaminada a mantener la **estabilidad de precios**, centrándose en un tipo de cambio habitualmente estable o incluso fijo frente a otra divisa o grupo de divisas.

**Opción:** instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., bonos o acciones) en o hasta una fecha futura determinada (fecha de ejercicio o vencimiento) a un precio fijo (precio de ejercicio). Una opción de compra da derecho al tenedor a comprar los activos subyacentes a un precio de ejercicio predeterminado, mientras que una opción de venta le da derecho a venderlos a un precio de ejercicio acordado.

**Operación de ajuste: operación de mercado abierto** no regular realizada por el **Eurosistema** principalmente para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado.

**Operación de cesión temporal: operación temporal** para inyectar liquidez basada en una **cesión temporal**.

**Operación estructural: operación de mercado abierto** que realiza el **Eurosistema**, principalmente para ajustar la posición estructural de liquidez del sector financiero frente al **Eurosistema**.

**Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto** regular, realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones de financiación a plazo más largo, normalmente con vencimiento a tres meses, se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad mensual.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales**, y suponen la realización de cualquiera de las siguientes transacciones:

i) compra o venta simple de activos (al contado o a plazo); ii) compra o venta de activos mediante una **cesión temporal**; iii) concesión o toma de préstamos contra la entrega de **activos de garantía**; iv) emisión de certificados de deuda del banco central; v) captación de depósitos a plazo fijo; o vi) **swaps de divisas** entre la moneda nacional y una moneda extranjera.

**Operación principal de financiación: operación de mercado abierto** regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones principales de financiación se llevan a cabo mediante **subastas estándar** de periodicidad semanal. En el 2003, el Consejo de Gobierno acordó que, a partir de marzo del 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría de ser de dos a una semana.

**Operación simple:** operación por la cual se compran o venden activos a su vencimiento, al contado o a plazo, en el mercado.

**Operación temporal:** operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con **activos de garantía**.

**Orientaciones generales de política económica (OGPE):** adoptadas por el **Consejo de la UE** como marco para definir los objetivos y las orientaciones de política económica de los **Estados miembros** y de la Comunidad Europea.

**Pacto de Estabilidad y Crecimiento:** formalizado por dos Reglamentos del **Consejo de la UE**, uno relativo «al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas» y el otro relativo «a la aceleración y clarificación de la aplicación del **procedimiento de déficit excesivo**», y por una Resolución del **Consejo Europeo** sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado en la cumbre de Amsterdam, el 17 de junio de 1997. Más concretamente, el Pacto exige a los **Estados miembros** el objetivo a medio plazo de conseguir situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, lo que les permitiría hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, al tiempo que mantienen el déficit público por debajo del **valor de referencia** del 3% del PIB. De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los países que participan en la UEM presentarán **programas de estabilidad** cada año, mientras que los países no participantes seguirán presentando programas de convergencia con periodicidad anual.

**Parlamento Europeo:** está compuesto por 626 representantes de los ciudadanos de los **Estados miembros**. Forma parte del proceso legislativo, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo de los procedimientos seguidos para promulgar la legislación de la UE. En el contexto de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, el Parlamento tiene, fundamentalmente, una función consultiva. No obstante, el **Tratado** establece determinados procedimientos para que el **Banco Central Europeo (BCE)** rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, debate general sobre política monetaria, comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

**Período de mantenimiento:** período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del **Eurosistema** es de un mes. En el 2003, el Consejo de Gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, el período de mantenimiento ya no empezaría el día 24 de cada mes y terminaría el día 23 del mes siguiente, sino que comenzaría el día en que se liquide la primera operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria y finalizaría el día anterior a la fecha de liquidación de la primera operación principal de financiación del mes siguiente.

**Préstamos a residentes en la zona del euro:** fondos concedidos por las **instituciones financieras monetarias (IFM)** que no se materializan en documentos negociables o que no están representados por un único documento (si se han convertido en negociables). Esta descripción incluye los préstamos a hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. Los préstamos a hogares pueden adoptar la forma de crédito al consumo (préstamos concedidos para el consumo personal de bienes y servicios), préstamo para adquisición de vivienda (crédito otorgado para su inversión en vivienda, incluida la construcción y las mejoras) y otros préstamos (préstamos para fines tales como amortización de deudas, educación, etc.) (véase, también, **crédito a residentes en la zona del euro**).

**Prima de riesgo de inflación:** compensación que reciben los inversores por los riesgos asociados a la tenencia de activos (denominados en términos nominales) a largo plazo.

**Primera fase, segunda fase, tercera fase:** véase **Unión Económica y Monetaria (UEM)**.

**Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo:** la disposición del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea recogida en el artículo 104 del **Tratado** y desarrollada en el Protocolo nº 20 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los **Estados miembros** de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios presupuestarios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen las exigencias relativas al saldo presupuestario y a la deuda pública. Lo anterior se complementa con el Reglamento del **Consejo de la UE** relativo a la aceleración y clarificación de procedimiento de déficit excesivo, que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

**Programas de estabilidad:** planes públicos a medio plazo que incluyen supuestos relativos a la evolución de las principales variables económicas, presentados por los países de la **zona del euro** con el fin de alcanzar el objetivo a medio plazo de conseguir situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, tal y como aparece en el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. En estos programas se recogen las medidas para sanear los saldos presupuestarios, así como los escenarios económicos subyacentes. Los programas de estabilidad deben actualizarse cada año. La **Comisión Europea** y el **Comité Económico y Financiero** son los

encargados de examinarlos, y sus informes sirven de base para su evaluación por el **Consejo ECOFIN**, que se centra, en concreto, en si el objetivo presupuestario a medio plazo de los programas ofrece un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten déficits excesivos. Los países que aún no han adoptado el **euro** deben presentar sus programas de convergencia con periodicidad anual, de conformidad con el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

**Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema:** resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema**, como parte del análisis económico, para predecir la posible evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**.

**Ratio de déficit:** uno de los criterios de convergencia fiscal, establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado**, utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. Se define como la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definido el déficit público en el Protocolo nº 20 (sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**) como el endeudamiento neto de las **Administraciones Públicas**.

**Ratio de deuda:** uno de los criterios de convergencia fiscal, establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del **Tratado**, utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. Se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, quedando definida la deuda pública en el Protocolo nº 20 (sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**) como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las **Administraciones Públicas** y dentro de ellos.

**Rendición de cuentas:** obligación jurídica y política de una institución independiente de explicar y justificar adecuadamente sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes electos, que la hacen responsable, por tanto, de cumplir sus objetivos. El **Banco Central Europeo (BCE)** ha de rendir cuentas ante los ciudadanos europeos y, más formalmente, ante el **Parlamento Europeo**.

**Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC):** está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y por los bancos centrales nacionales de todos los **Estados miembros** de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Euro-sistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que aún no han adoptado el **euro**.

**Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95):** sistema de clasificaciones y definiciones estadísticas homogéneas para poder realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los **Estados miembros**. El SEC 95 es la versión de la Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas (SCN 93). El SEC 95 es la nueva versión del sistema europeo, cuya aplicación comenzó en 1999, de conformidad con el Reglamento (CE) nº 2223/96 del Consejo.

**Sistema Monetario Europeo (SME):** régimen de tipos de cambio establecido en 1979 de conformidad con la Resolución del **Consejo Europeo** de 5 de diciembre

de 1978. Sus procedimientos operativos quedaron fijados por el Acuerdo de 13 de marzo de 1979 entre los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE). El objetivo era incrementar la cooperación entre los países comunitarios en materia de política monetaria, con el fin de crear una zona de estabilidad monetaria en Europa. Los componentes principales del SME fueron el **ECU**, el mecanismo de cambio e intervención (**MTC**) y diversos mecanismos de crédito. Dejó de funcionar al inicio de la **tercera fase** de la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**, cuando se estableció el **MTC II (mecanismo de tipos de cambio II)**.

**Sociedades no financieras:** uno de los sectores institucionales del **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, formado por unidades institucionales cuyas operaciones de distribución y financieras están diferenciadas de las de sus propietarios. Las sociedades no financieras incluyen todas las instituciones dotadas de personalidad jurídica que son productores de mercado y cuya actividad principal es la producción de bienes y la prestación de servicios no financieros.

**Subasta estándar:** procedimiento de subasta utilizado por el **Eurosistema** en las **operaciones de mercado abierto** regulares. Las subastas estándar se realizan dentro de un plazo de veinticuatro horas. Todas las **entidades de contrapartida** que cumplan los criterios generales de selección tienen derecho a presentar pujas.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en la que el banco central establece con antelación el tipo de interés y las **entidades de contrapartida** participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta por el cual las **entidades de contrapartida** pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Swap:** acuerdo para intercambiar flujos monetarios futuros según una fórmula preestablecida (véase **swap de divisas**)

**Swap de divisas:** dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra. El **Eurosistema** puede efectuar operaciones de mercado abierto con fines de política monetaria mediante *swaps* de divisas en los que los bancos centrales nacionales [o el **Banco Central Europeo (BCE)**] compran o venden **euros** al contado a cambio de una divisa, al mismo tiempo que los venden o compran a plazo.

**TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real):** sistema de pago que comprende cada uno de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) de los **Estados miembros** de la UE y el mecanismo de pagos del BCE. Los SLBTR nacionales y el mecanismo de pago del BCE están interconectados mediante un procedimiento común, el mecanismo de *interlinking*, que permite que los pagos transfronterizos efectuados en la Unión Europea puedan transferirse de un sistema a otro.

**Tasa de actividad:** población activa en proporción de la población total en edad de trabajar. La población en edad de trabajar suele definirse como la población con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años de edad. La población activa incluye a ocupados y parados.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las **subastas a tipo de interés variable** (véase **tipos de interés oficiales** del BCE).

**Tipos de cambio efectivos (nominales/reales):** los tipos de cambio efectivos nominales son una media ponderada (geométrica) de varios tipos de cambio bilaterales. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los internos. Son, por lo tanto, medidas de competitividad en términos de precios y de costes. El **Banco Central Europeo (BCE)** calcula índices de tipo de cambio efectivo nominal del **euro** frente a las monedas de un grupo amplio de socios comerciales de la **zona del euro**. Desde enero del 2001, el grupo reducido está integrado por doce monedas de socios industrializados y de nueva industrialización, mientras que el grupo amplio se compone de 38 socios comerciales. Los índices de tipo de cambio efectivo real del **euro** se calculan utilizando medidas de precios y costes alternativas.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que determinan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo (BCE)** y que fija el **Consejo de Gobierno**. Los tipos de interés oficiales del BCE son el tipo de interés de las **operaciones principales de financiación** (el tipo fijo en las **subastas a tipo de interés fijo** y el tipo mínimo de puja en las **subastas a tipo de interés variable**), el tipo de interés de la **facilidad marginal de crédito** y el tipo de interés de la **facilidad de depósito**.

**Tratado:** se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El Tratado se firmó en Roma el 25 de marzo de 1957 y entró en vigor el 1 de enero de 1958. Estableció la Comunidad Económica Europea (CEE), ahora Comunidad Europea (CE), y, con frecuencia, se le ha denominado «Tratado de Roma». El Tratado de la Unión Europea (al que se le suele denominar «Tratado de Maastricht») se firmó el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993. Este tratado modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y estableció la Unión Europea. El «Tratado de Ámsterdam», que se firmó en Amsterdam el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, modificó el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado de la Unión Europea. Del mismo modo, el «Tratado de Niza», que concluyó la Conferencia Intergubernamental del 2000, se firmó el 26 de febrero de 2001 y entró en vigor el 1 de febrero de 2003, añadió nuevas modificaciones al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y al Tratado de la Unión Europea.

**Tratado de Maastricht:** véase **Tratado**.

**Unión Económica y Monetaria (UEM):** el **Tratado** describe el proceso para lograr la unión económica y monetaria en la Unión Europea en tres fases. La

primera fase, que comenzó en julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de todas las barreras interiores al libre movimiento de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que empezó el 1 de enero de 1994, estableció, entre otras cosas, la creación del **Instituto Monetario Europeo (IME)**, la prohibición de que los bancos centrales financien al sector público, la prohibición del acceso privilegiado del sector público a las instituciones financieras y el procedimiento para evitar los déficits públicos excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo (BCE)** y con la introducción del **euro**.

**Valor de referencia para el crecimiento monetario:** con el fin de evaluar la evolución monetaria, el **Consejo de Gobierno** ha anunciado un valor de referencia para el agregado monetario amplio **M3**. Dicho valor se refiere a la tasa de crecimiento de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios en el medio plazo. El valor de referencia se obtiene de manera que sirva y sea compatible con la consecución de la definición de **estabilidad de precios** formulada por el **Consejo de Gobierno**, que se basa en supuestos a medio plazo relativos a la tendencia del crecimiento del PIB real y a la tendencia de la velocidad de circulación de M3. Desviaciones importantes o prolongadas del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia mostrarían, en circunstancias normales, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. No obstante, la política monetaria no reacciona de manera mecánica a las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia.

**Valor de referencia para la situación fiscal:** el Protocolo nº 20 del **Tratado** sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo** establece valores de referencia explícitos para la **ratio de déficit** de las **Administraciones Públicas** (3% del PIB) y la **ratio de deuda** (60% del PIB) (véase también **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**).

**Valores de renta fija:** representan la promesa del emisor (es decir, el prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. La renta del tenedor consta, por lo tanto, de cualquier pago de cupón recibido, junto con la diferencia entre el precio de compra del bono y su valor de mercado tras la venta o vencimiento. Se trata de valores negociables en los mercados secundarios, pero no conceden al tenedor derechos de propiedad en la unidad emisora. Los instrumentos del mercado monetario y, en principio, las colocaciones privadas se incluyen en las estadísticas de valores distintos de acciones del **Banco Central Europeo (BCE)**.

**Zona del euro:** zona que incluye a aquellos **Estados miembros** que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo (BCE)**. En el 2003, la zona del euro incluía Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

## BIBLIOGRAFÍA

### CAPÍTULO I

#### Publicaciones oficiales del BCE

- BCE (1999), El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), *Boletín Mensual*, enero
- BCE (1999), El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *Boletín Mensual*, julio
- BCE (2003), La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno, *Boletín Mensual*, mayo
- BCE (1999 a 2003), *Informes Anuales*

#### Otros documentos

- IME (1998), *Informe de Convergencia 1998*, marzo
- Padoa-Schioppa, T. (2002), The euro goes East, discurso pronunciado en la Octava Conferencia Económica de Dubrovnik, 29 de junio de 2002
- Papademos, L. (2001), The completion of the changeover to the euro, discurso pronunciado en la Conferencia de Información sobre el Euro, Atenas, 17 de octubre de 2001
- Zilioli, C. y M. Selmayr (2001), *The law of the European Central Bank*, Oxford Press

### CAPÍTULO 2

#### Publicaciones oficiales del BCE

- BCE (1999), El área del euro al inicio de la tercera etapa, *Boletín Mensual*, enero
- BCE (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, febrero
- BCE (1999), El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias, *Boletín Mensual*, abril
- BCE (1999), La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, *Boletín Mensual*, mayo
- BCE (1999), Los balances de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro a principios de 1999, *Boletín Mensual*, agosto
- BCE (2000), La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera, *Boletín Mensual*, enero
- BCE (2000), El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes, *Boletín Mensual*, agosto
- BCE (2001), La zona del euro tras la integración de Grecia, *Boletín Mensual*, enero
- BCE (2001), Características de la financiación empresarial en la zona del euro, *Boletín Mensual*, febrero
- BCE (2001), Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro, *Boletín Mensual*, mayo
- BCE (2002), Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro, *Boletín Mensual*, agosto

- BCE (2002), *Report on financial structures*, octubre  
BCE (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, marzo  
BCE (2003), *Money market study 2002*, noviembre

#### **Otros documentos**

- Buldorini, L., S. Makrydakís y C. Thimann (2002), The effective exchange rates of the euro, ECB *Occasional Paper n.º 2*, febrero  
Gaspar, V., P. Hartmann, O. Sleijpen (eds.) (2003), *The transformation of the European financial system* (Segunda Conferencia del BCE sobre Banca Central), junio  
Genre, V. y R. Gómez-Salvador (2002), Labour force developments in the euro area since the 1980s, ECB *Occasional Paper n.º 4*, julio  
Tumpel-Gugerell, G. (2003), The volatility of financial markets, discurso pronunciado en el Tercer Encuentro Financiero Internacional organizado por Caja Madrid los días 1 y 2 de julio de 2003 en Madrid  
Santillán, J., M. Bayle and C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, ECB *Occasional Paper n.º 1*, julio

### **CAPÍTULO 3**

#### **Publicaciones oficiales del BCE**

- BCE (1999), La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad, *Boletín Mensual*, enero  
BCE (1999), Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema, *Boletín Mensual*, febrero  
BCE (2000), *Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC*, mayo  
BCE (2000), La transmisión de la política monetaria en la zona del euro, *Boletín Mensual*, julio  
BCE (2000), *Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales*, agosto  
BCE (2000), Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE, *Boletín Mensual*, noviembre  
BCE (2001), Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro, *Boletín Mensual*, abril  
BCE (2001), Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario, *Boletín Mensual*, mayo  
BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, junio  
BCE (2001), Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria, *Boletín Mensual*, octubre  
BCE (2002), El mercado de valores y la política monetaria, *Boletín Mensual*, febrero  
BCE (2002), Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro, *Boletín Mensual*, octubre  
BCE (2002), La rendición de cuentas del BCE, *Boletín Mensual*, noviembre  
BCE (2002), La transparencia en la política monetaria del BCE, *Boletín Mensual*, noviembre

BCE (2003), Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria, *Boletín Mensual*, junio

BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, septiembre

#### Otros documentos

Angeloni, I., A. K. Kashyap y B. Mojon (eds.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press

Brand, C., D. Gerdesmeier y B. Roffia (2002), Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth, *ECB Occasional Paper n.º 3*, mayo

Camba-Mendez, G., V. Gaspar y M. Wynne (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP* (resumen y conclusiones del seminario CEPR/BCE sobre la medición de los índices de precios), julio

Duisenberg, W. (2001), The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas, carta del presidente del BCE a la presidenta de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Dña. Christa Randzio-Plath, 16 de octubre de 2001

Duisenberg, W. (2001), The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability, carta del presidente del BCE a la presidenta de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, Dña. Christa Randzio-Plath, 13 de diciembre de 2001

Domingo-Solans, E. (2003), The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank, conferencia pronunciada en la reunión celebrada con ocasión del 50 aniversario de la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas, Luxemburgo, 16 de mayo de 2003

Domingo-Solans, E. (2003), Official statistics for a global economy, conferencia pronunciada en la 54 sesión del Instituto Estadístico Internacional, Berlín, 20 de agosto de 2003

Herrero, A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan y B. Winkler (eds.) (2001), *Why price stability?* (Primera Conferencia del BCE sobre Banca Central), junio

Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3), pp. 503-519

Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, vol. 15, pp. 353-388

Issing, O. (ed.) (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, noviembre

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni y O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*

Klößers, H.-J. y C. Willeke (eds.) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (documentación del seminario del BCE), agosto

Trichet, J.-C. (2002), Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability, discurso pronunciado en la Conferencia sobre Burbujas del Precio de los Activos celebrada en el Banco de la Reserva Federal de Chicago, Chicago/Ill., 23 de abril de 2002

Trichet, J.-C. (2003), The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003, discurso pronunciado en el Center for Financial Studies, Fráncfort, 20 de noviembre de 2003

## **CAPÍTULO 4**

### **Publicaciones oficiales del BCE**

- BCE (1999), El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación, *Boletín Mensual*, mayo
- BCE (2000), Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación, *Boletín Mensual*, julio
- BCE (2001), El sistema de activos de garantía del Eurosistema, *Boletín Mensual*, abril
- BCE (2001), Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema, *Boletín Mensual*, octubre
- BCE (2002), La gestión de la liquidez del BCE, *Boletín Mensual*, mayo
- BCE (2003), Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema, *Boletín Mensual*, agosto
- BCE (2004), *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, enero

### **Otros documentos**

- Bindseil, U. y F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months, *ECB Working Paper n.º 44*, febrero
- Blenck, D., H. Hasko, S. Hilton y K. Masaki (2001), The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem, publicado en BIS papers n.º 9
- Ejerskov, S., C. Martin Moss y L. Stracca (2003), How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence, *ECB Working Paper n.º 244*, julio
- Manna, M., H. Pill y G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy, *International Finance* vol. 4(1)

## **CAPÍTULO 5**

### **Publicaciones oficiales del BCE**

*Consulte las siguientes fuentes oficiales para obtener información más detallada sobre las decisiones de política monetaria del BCE:*

- Comunicados preliminares a las conferencias de prensa del presidente del BCE.
- Editoriales del Boletín Mensual del BCE
- Comparecencias del presidente ante la Comisión de Asuntos Económicos

- y Monetarios del Parlamento Europeo
- Informes Anuales del BCE

**Otros documentos**

- FMI (varios), Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries
- Issing, O. (2000), The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), pp. 325-343
- Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, pp. 1-20
- OCDE (varios), «Economic Surveys: Euro Area»



## ÍNDICE ALFABÉTICO DE TÉRMINOS

- Activo de la lista «uno» 77, 109  
Activo de la lista «dos» 77, 109  
Activos de garantía 46, 76-77, 85, 109  
Acuerdo sobre tipos de interés futuros (FRA) 109  
Administraciones Públicas 21, 24, 109  
Agregados monetarios 37-39, 64-67, 109  
Ampliación de la UE 11, 109  
Balance consolidado de las IFM 35-39, 109  
Banco Central Europeo (BCE) 9-13, 106-107, 110  
Base monetaria 41, 73, 79-80, 110  
Base de reservas 79-81, 110  
Brecha de producción 110  
Cesión temporal 38-39, 76-77, 79, 85, 110  
Coeficiente de reservas 79-81, 110  
Comisión Europea 13, 23-24, 105, 107, 110  
Comité Económico y Financiero (CEF) 111  
Comité Ejecutivo del BCE 11, 107, 111  
Comunidad Económica Europea (CEE) 105  
Consejo de Gobierno del BCE 11, 44, 111  
Consejo Europeo 9, 13, 15, 105-106  
Consejo de la UE 13, 23-24, 69, 107, 111  
Consejo General del BCE 11-12, 111  
Coste de oportunidad 64, 112  
Credibilidad 42, 47, 50, 69, 92, 103-104  
Crédito 35-36, 45-46, 61, 64, 66-67, 85, 112  
Criterios de convergencia 9, 107, 112  
Deflación 42-43, 51-55, 112  
Demanda de dinero 58, 112  
Depósitos disponibles con preaviso 38-39, 112  
Depósitos a plazo 38-39, 79, 112  
Depósitos a la vista 38-39, 79-80, 113  
ECOFIN 13, 111  
Efectivo en circulación 38, 113  
Entidad de contrapartida 35, 76-77, 85, 113  
Entidad de crédito 35-39, 73-93, 113  
Estabilidad de precios 9-13, 41-56, 114  
Estado miembro 9, 11, 105-107, 114  
Estrategia de política monetaria 41-72, 114  
Expectativas de inflación 47-51, 99-100  
Euro 9, 114  
Eurosistema 9-13, 114  
Eurostat 52-54, 61, 114  
Exigencia de reservas 79-82, 114  
Facilidad de depósito 73, 78, 87-88, 102-103, 115  
Facilidad marginal de crédito 75-79, 115  
Facilidad permanente 75-79, 87, 115  
Fondo de pensiones 27-29, 39, 115  
Fondos del mercado monetario 35, 38, 115  
Futuros 30-31, 115  
Grado de apertura 115  
Hogares 22, 46, 115,  
Independencia de los bancos centrales 12, 68, 115  
Indicadores adelantados 65-66, 116  
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) 52-54, 116  
Índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) 31, 76-77, 82, 114  
Inflación 42, 53-56, 116  
Instituciones Financieras Monetarias (IFM) 35-40, 116  
Instituto Monetario Europeo (IME) 52, 106-107, 116  
Inversión 46  
M1 38, 67, 98, 101, 116  
M2 38, 116  
M3 38-39, 64-67, 97-98, 101, 116  
Mecanismo de transmisión de la política monetaria 44-50, 116  
Mercado de derivados 30, 117

Mercado de renta fija 33-34, 117  
 Mercado de renta variable 34-35, 117  
 Mercado monetario 27, 31-34, 117  
 Mercados financieros 27-28, 30-35, 57-59, 97, 117  
 MTC 107, 117  
 MTC II 106, 117  
 Neutralidad del dinero 41, 118  
 Objetivo de inflación 58, 70, 118  
 Objetivo de tipo de cambio 59, 118  
 Objetivo monetario 58, 70, 118  
 Opción 30, 118  
 Operación de ajuste 75-76, 86-87, 118  
 Operación de cesión temporal 85-87, 118  
 Operación estructural 75, 87, 118  
 Operación de financiación a plazo más largo 75, 84-86, 118  
 Operación principal de financiación 75, 82-84, 119  
 Operación simple 85-86, 119  
 Operación temporal 75-76, 85-86, 119  
 Operaciones de mercado abierto 75-76, 82-87, 118-119  
 Orientaciones generales de política económica (OGPE) 24, 119  
 Pacto de Estabilidad y Crecimiento 21, 23, 105, 119  
 Parlamento Europeo 13, 68-72, 119  
 Período de mantenimiento 80, 83, 120  
 Perturbaciones económicas 45-46, 50, 56, 95  
 Préstamos 27-29, 35-40, 98-102, 120  
 Predictibilidad 70  
 Prima de riesgo de inflación 42, 120  
 Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo 23, 120  
 Programas de estabilidad 23, 120-121  
 Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema 62-66, 121  
 Ratio de déficit 23, 121  
 Ratio de deuda 23, 121  
 Rendición de cuentas 13, 51-53, 66-67, 121  
 Riesgos para la estabilidad de precios 55-59, 64-68, 95-104  
 Rigideces nominales a la baja 55  
 Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) 9, 106, 121  
 Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) 121  
 Sistema Monetario Europeo (SME) 121-122  
 Sociedades no financieras 32-33, 122  
 Subasta estándar 76-77, 82-87, 122  
 Subasta a tipo de interés fijo 82-85, 93, 122  
 Subasta a tipo de interés variable 82-85, 93, 122  
*Swap* (véase *swap* de divisas)  
*Swap* de divisas 85-87, 122  
 TARGET 31, 122  
 Tasa de actividad 20, 123  
 Tercera fase de la UEM (véase Unión Económica y Monetaria, (UEM))  
 Tipo de cambio central bilateral 107  
 Tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) 31, 114  
 Tipo mínimo de puja 82, 84, 92, 99, 102-103, 123  
 Tipos de cambio efectivos 96, 123  
 Tipos de interés oficiales del BCE 78, 95-104, 123  
 Transparencia 13, 42, 51, 68-72  
 Tratado 9-16, 23-24, 43-44, 51-53, 68-69, 70, 105-107, 123  
 Tratado de Maastricht (véase Tratado)  
 Unidad de cuenta europea (ECU) 106, 113  
 Unión Económica y Monetaria (UEM) 11, 105-107, 123-124  
 Valor de referencia para el crecimiento monetario 65-66, 124  
 Valor de referencia para la situación fiscal 23, 124  
 Valores distintos de acciones 33, 35, 37, 39, 109, 112, 124  
 Zona del euro 9, 124