



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

2011





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

2011

© Banco Central Europeo, 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Alemania

Apartado de correos

Postfach 160319
60066 Frankfurt am Main
Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+496913446000

Telex

411 144 ecb d

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

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de datos para elaborar las estadísticas incluidas en este informe se cerró a finales de enero de 2011.

ISBN 978-92-899-0831-3 (online)

ÍNDICE

PRÓLOGO	7
INTRODUCCIÓN	9
CAPÍTULO 1	
Marco institucional de la política monetaria única	13
CAPÍTULO 2	
Estructura económica y financiera de la zona del euro	29
2.1 Principales características de la economía real	29
2.2 Mercado de trabajo	31
2.3 Sector de Administraciones Públicas	33
2.4 Comercio exterior	38
2.5 Estructura financiera	39
2.6 Mercados financieros	43
2.7 Intermediarios financieros	50
2.8 Diversidad económica	55
CAPÍTULO 3	
Estrategia de política monetaria del BCE	59
3.1 Papel de la política monetaria y ventajas de la estabilidad de precios	59
3.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria	62
3.3 Estrategia de política monetaria del BCE: principios generales y elementos principales	67
3.4 Definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE	69
3.5 Análisis de los riesgos para la estabilidad de precios en la estrategia de política monetaria del BCE	75
3.6 Política monetaria, estabilidad financiera y precio de los activos	91
3.7 Transparencia y comunicación	94
3.8 La estrategia de política monetaria del BCE: un punto de referencia en la crisis financiera	98
CAPÍTULO 4	
Instrumentación de la política monetaria	101
4.1 Objetivos y principios generales del diseño del marco operativo	101
4.2 Aspectos generales del marco operativo del Eurosistema	104
4.3 Reservas mínimas	109
4.4 Operaciones de mercado abierto	113

4.5	Facilidades permanentes	117
4.6	Liquidez del banco central y necesidades de liquidez del sistema bancario	120
4.7	Experiencia desde enero de 1999	125

CAPÍTULO 5

	Ejecución de la política monetaria desde 1999	127
5.1	Introducción	127
5.2	Evolución general	128
5.3	Evaluación de la política monetaria desde la introducción del euro en 1999	139

ANEXO

	Historia: Las tres fases de la Unión Económica y Monetaria	141
--	---	------------

	GLOSARIO	145
--	-----------------	------------

	BIBLIOGRAFÍA	163
--	---------------------	------------

	ÍNDICE ALFABÉTICO DE TÉRMINOS	169
--	--------------------------------------	------------

RECUADROS

1.1	Principales disposiciones extraídas de los Tratados y de los Estatutos del SEBC	22
2.1	Acuerdos institucionales de la UE para garantizar unas finanzas públicas saneadas y sostenibles	36
2.2	Mercados financieros: términos clave	43
2.3	Agregados monetarios	52
3.1	Construcción y características del Índice Armonizado de Precios de Consumo	70
3.2	La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE	74
3.3	Estrategias de política monetaria alternativas	76
3.4	Estadísticas relacionadas con la evolución de la zona del euro	78
3.5	Cómo obtener información a partir de los precios de los mercados financieros	81
3.6	Dinero y precios en el largo plazo	85
3.7	Instrumentos del análisis monetario	89
3.8	Principales canales de comunicación utilizados por el BCE	97
4.1	Entidades de contrapartida y activos de garantía	105
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 de 2004	111
4.3	Tipos de operaciones de mercado abierto	116
5.1	Las medidas no convencionales del Eurosistema desde agosto de 2007	136

CUADROS

2.1	Principales características de la economía real de la zona del euro en 2009	30
2.2	Tasas de actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos en 2009	32
2.3	Comercio exterior de bienes de la zona del euro en 2009	38
2.4	Ponderaciones del comercio exterior de los 20 principales socios comerciales de la zona del euro	39
2.5	Principales activos y pasivos financieros de los sectores no financieros de la zona del euro a finales de 2009	41
2.6	Saldos vivos de los valores distintos de acciones a corto plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	46
2.7	Saldos vivos de los valores distintos de acciones a largo plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro	47
2.8	Saldos vivos de los valores distintos de acciones denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales de 2009	48
2.9	Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	48
2.10	Número de sociedades nacionales y extranjeras cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	49
2.11	Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro	50
2.12	Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro	52
2.13	Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales de 2009	54
3.1	Ponderaciones de los principales componentes del IAPC de la zona del euro aplicadas en 2010	71
4.1	Operaciones de política monetaria del Eurosistema	103
4.2	Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas	110
4.3	Estructura del balance de un banco central	121
4.4	Contribuciones a la liquidez del sistema bancario	123

GRÁFICOS

1.1	Órganos rectores del BCE	19
1.2	Sistema de rotación con tres grupos en el Consejo de Gobierno del BCE para una zona del euro con 27 países	21
2.1	Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón	31
2.2	Déficit y deuda de las Administraciones Públicas en la zona del euro 12	35
2.3	Funciones de los sistemas financieros	40
2.4	Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales de 2010	51
2.5	Distribución porcentual de M3 por componentes a finales de 2010	53
2.6	Dispersión de la inflación interanual en los países de la zona del euro y Estados Unidos	56
2.7	Dispersión del crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro y Estados Unidos	56

3.1	Mecanismo de transmisión de los tipos de interés a los precios	64
3.2	Descomposición de M3 y del IAPC por frecuencias	86
3.3	La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad	91
3.4	Expectativas de inflación en la zona del euro	100
4.1	Detalle de activos presentados como garantía	107
4.2	Tipos de interés oficiales del BCE y eonia desde 1999	108
4.3	Funcionamiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema	113
4.4	Recurso a las facilidades permanentes	118
4.5	Recurso a las facilidades durante un período de mantenimiento	119
4.6	Volumen de operaciones de financiación principales y a plazo más largo	124
4.7	Exigencias de reservas y factores autónomos de liquidez	124
5.1	Tipos de interés oficiales del BCE en las seis etapas	128
5.2	Inflación medida por el IAPC	129
5.3	Tipo de cambio efectivo nominal del euro y precios del petróleo	129
5.4	M1 y préstamos al sector privado	130
5.5	Crecimiento de M3	130
5.6	PIB real, producción industrial y confianza industrial en la zona del euro	131
5.7	Indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro	132
5.8	Diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo <i>swap</i> del eonia	137
5.9	Diferenciales de la deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro frente al bono alemán	139

PRÓLOGO

El 1 de enero de 1999 se creó una nueva moneda, el euro, que actualmente es la moneda oficial de 17 países europeos, con más de 330 millones de ciudadanos, y constituye un ancla de estabilidad para Europa.

El Tratado asigna al Eurosistema el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, lo que es reflejo del amplio consenso social de que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico, a la creación de empleo y a la cohesión social. Desde el principio, el Consejo de Gobierno del BCE ha fijado una referencia numérica muy clara para que nuestros ciudadanos puedan valorar el funcionamiento de la política monetaria única. El Consejo de Gobierno trata de mantener la inflación por debajo del 2 %, aunque próxima a este valor, en el medio plazo.

Desde el principio, el Eurosistema ha logrado mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo. En los doce primeros años de existencia del euro, la tasa media de inflación interanual de la zona se ha mantenido por debajo del 2 %, aunque próxima a este valor, y las expectativas de inflación han permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. La credibilidad del euro, medida por su capacidad para preservar el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro, ha sido mayor que la que tuvieron las antiguas monedas nacionales.

Las condiciones para lograr la estabilidad de precios no han sido fáciles, y la

política monetaria única se ha enfrentado a diversos e importantes desafíos. Varias perturbaciones de carácter adverso han afectado a la economía de la zona del euro. El BCE ha tenido que hacer frente a períodos de fuertes fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas, que no están sujetas al control de la política monetaria. También ha tenido que afrontar episodios de incertidumbre en la economía mundial, como las tensiones geopolíticas que se observaron a raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la crisis financiera más grave desde la Gran Depresión.

La crisis reciente ha destacado la necesidad de dar un salto cualitativo para reforzar el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Aunque los aspectos monetarios de la UEM han demostrado ser sólidos, se han puesto de manifiesto algunas debilidades de sus funciones económicas. Por ello resulta necesario reforzar la gobernanza económica en la zona del euro, incluido el régimen fiscal recogido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los marcos nacionales de política económica. Asimismo, debemos desarrollar y aplicar un marco de supervisión riguroso y creíble.

Esta publicación ofrece una panorámica general de la política monetaria del BCE. En la tercera edición se ha tenido en cuenta lo sucedido desde la publicación de la última edición en 2004. También se han tomado en consideración las implicaciones para el marco jurídico de la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, el 1 de enero de 2009. La información sobre los aspectos económicos y financieros

más destacados de la economía de la zona del euro se ha actualizado con la incorporación de datos correspondientes a los seis últimos años. A mediados de 2007, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha un programa de investigación con el objetivo de introducir mejoras en el análisis monetario del BCE. Los principales resultados de este programa se presentan junto con la estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares. El diseño flexible y la amplia gama de instrumentos y procedimientos que ofrece el marco operativo del Eurosistema

han servido de apoyo a la enérgica respuesta dada por el BCE a la crisis financiera, que ha incluido la introducción de diversas medidas de política monetaria no convencionales que se explican en esta publicación. Por último, se facilita una breve descripción de la ejecución de la política monetaria durante los casi doce años de existencia de la UEM.

Estoy seguro de que esta tercera edición de «La política monetaria del BCE» ayudará a entender mejor la política monetaria del BCE.

Fráncfort del Meno, mayo de 2011

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', written over a horizontal line.

Jean-Claude Trichet
Presidente del BCE

INTRODUCCIÓN

El 1 de enero de 1999, el BCE asumió la responsabilidad de la política monetaria de la zona del euro —la segunda área económica más extensa del mundo después de Estados Unidos—, lo que constituyó un hito en el largo y complejo proceso de integración de los países europeos. Al cabo de doce años, el BCE goza de un alto grado de credibilidad en todo el mundo por aplicar una política monetaria sólida y solvente orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro.

El sólido marco de política monetaria del BCE se fundamenta en las lecciones extraídas de la experiencia histórica de muchos bancos centrales durante varias décadas, que incluye desde los intentos fallidos de ajustar la economía y la estanflación resultante que imperó en numerosos países industrializados en los años setenta hasta los éxitos de las políticas que lograron reducir la inflación hasta situarla en niveles compatibles con la estabilidad de precios en la década de los ochenta. El marco institucional de la política monetaria única se sustenta en dos principios fundamentales que son indispensables para una formulación rigurosa de dicha política. En primer lugar, el mandato del banco central se centrará clara e inequívocamente en el mantenimiento de la estabilidad de precios. En segundo lugar, el banco central será independiente. La ratificación del Tratado de Lisboa confirmó, e incluso reforzó, el mandato claro e inequívoco de mantener la estabilidad de precios asignado al BCE, al convertir el objetivo prioritario de esta institución —la estabilidad de precios— en un objetivo de la Unión Europea en su conjunto. Además, se concede al BCE

plena independencia frente a injerencias políticas en el cumplimiento de este mandato, lo que incluye la prohibición de financiación monetaria a favor de las autoridades públicas.

Desde su creación, el BCE ha adoptado una estrategia de política monetaria clara, que ha sido eficaz tanto en épocas de turbulencias como en períodos más tranquilos. Desde 1998, el BCE ha definido la estabilidad de precios como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo de la zona del euro inferior al 2% a medio plazo. La definición deja claro que un nivel de inflación por encima del 2% es incompatible con la estabilidad de precios, que es el objetivo prioritario del BCE. También implica que unas tasas de inflación muy bajas, y especialmente la deflación, tampoco son compatibles con la estabilidad de precios. En 2003, en el contexto de la evaluación de la estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno confirmó la definición cuantitativa de estabilidad de precios y aclaró que, para lograr dicha estabilidad, trataría de mantener la tasa de inflación de la zona del euro por debajo del 2%, pero próxima a este valor, en el medio plazo.

Uno de los aspectos clave de la estrategia de política monetaria del BCE es el marco basado en dos pilares que utiliza para analizar los riesgos para la estabilidad de precios. Los dos pilares constituyen dos perspectivas complementarias de los determinantes de la evolución de los precios. Una de estas perspectivas, denominada «análisis económico», tiene por objeto evaluar los factores que determinan el comportamiento de los precios a corto

y medio plazo, centrando su atención en la actividad real y en los factores de coste que influyen en los precios en estos horizontes. Esta perspectiva toma en consideración el hecho de que la evolución de los precios a corto y medio plazo se ve influida en gran medida por la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores.

Aunque hay muchos factores que pueden influir en la evolución de los precios en horizontes de corto plazo, es indiscutible que los períodos prolongados de inflación elevada están asociados a un fuerte crecimiento monetario y que, en última instancia, la inflación es un fenómeno monetario. Por consiguiente, la segunda perspectiva, denominada «análisis monetario», se basa en la relación entre el crecimiento monetario y la inflación en horizontes de medio a largo plazo, y aprovecha el hecho de que las tendencias monetarias anticipan las tendencias inflacionistas. El análisis monetario sirve, en concreto, de instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, las señales a corto y medio plazo que el análisis económico proporciona a la política monetaria.

Desde la publicación de la segunda edición de este libro, se han presentado dos importantes retos que merecen mención especial.

La mejora del análisis monetario

La experiencia ha demostrado que, en ocasiones, puede ser difícil comunicar los resultados del análisis monetario, debido, en cierta medida, a que, durante mucho tiempo, la teoría económica dominante no ha prestado la debida atención al análisis de los

datos monetarios y a los avances en la investigación teórica y empírica sobre la interpretación de la interacción entre la demanda monetaria y la creación de dinero y su impacto sobre la determinación de los precios.

Como en todas las clases de análisis, los instrumentos utilizados en el análisis monetario deben perfeccionarse y desarrollarse continuamente a medida que se va disponiendo de nuevos datos y que se producen avances en los métodos aplicados, con el fin de que sigan siendo adecuados para la formulación de la política monetaria. En la primavera de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE, enfrentado a un crecimiento monetario excesivo y viendo que se avecinaban serios problemas, decidió dar un impulso adicional a este proceso iniciando un programa de investigación para mejorar el análisis monetario. Los nuevos estudios realizados¹ han servido para comprender mejor la relación entre las tendencias a más largo plazo del crecimiento monetario y de la inflación, y han dado lugar a un enfoque más sofisticado sobre el modo en que pueden utilizarse para respaldar las decisiones de política monetaria, lo que ha confirmado la solidez de la estrategia de política monetaria basada en dos pilares seguida desde la introducción del euro, incluido el destacado papel asignado al análisis monetario como guía de utilidad para las decisiones de política monetaria.

La respuesta del BCE a la crisis financiera

El segundo reto que el BCE tuvo que afrontar desde la publicación de la segunda edición de este libro fue la crisis financiera mundial que comenzó

¹ Véase L. Papademos y J. Stark. (eds.) (2010), *Enhancing monetary analysis*, BCE.

en 2007 y que estalló en el otoño de 2008. En épocas de tanta incertidumbre, contar con una estrategia de política monetaria sólida y solvente es un gran activo. El objetivo claro e inequívoco de mantener la estabilidad de precios constituyó el núcleo central en torno al cual giraron todas las decisiones del BCE y sirvió de punto de referencia para coordinar las expectativas del sector privado. La credibilidad del BCE garantizó que se pudiera mantener la estabilidad de precios. En este sentido ha quedado demostrada la solidez de la estrategia de política monetaria del BCE.

Durante la crisis, la política monetaria reaccionó frente a las perturbaciones económicas y financieras con la orientación a medio plazo adecuada para lograr el firme anclaje de las expectativas de inflación en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor, en el medio plazo. Esta orientación a medio plazo supuso que la política monetaria tuviera que ir más allá de los movimientos a corto plazo de los precios y solucionar las disfunciones observadas en el mecanismo de transmisión monetaria. Fue el análisis monetario, en concreto, el que garantizó dicha orientación a medio plazo en la ejecución de la política monetaria.

En los momentos de agudización de las tensiones y de la incertidumbre, el BCE utilizó sus operaciones de liquidez de manera pragmática. Además de recortar los tipos de interés oficiales hasta niveles históricamente reducidos, el Consejo de Gobierno decidió adoptar una serie de medidas no convencionales, conocidas como apoyo al crédito, para restablecer el mecanismo de transmisión de la

política monetaria. Todas las medidas no convencionales son de carácter temporal y, en general, están diseñadas para retirarse automáticamente de forma gradual. Todas tienen por objeto garantizar el mantenimiento continuado de la estabilidad de precios en el medio plazo.

El resto del libro se estructura de la siguiente manera: en el capítulo 1 se describen los principales aspectos institucionales que son relevantes para comprender la política monetaria única. Conocer la política monetaria del BCE exige un conocimiento sólido del marco institucional de la UEM. En este capítulo se abordan cuestiones fundamentales, como el objetivo primordial del Eurosistema y la independencia del banco central.

En el capítulo 2 se ofrece una panorámica general de las principales estructuras económicas y financieras de la economía de la zona del euro. En primer lugar se consideran las características más importantes de la economía real, centrandó la atención en la composición del producto, en los aspectos demográficos y más destacados del mercado de trabajo, en la política fiscal y en los patrones de comercio entre la zona del euro y el resto del mundo. También se describen las características fundamentales de la estructura financiera mediante un análisis de los mercados financieros y de las instituciones financieras.

En el capítulo 3 se presenta la estrategia de política monetaria del BCE, es decir, el enfoque general de la institución para lograr su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. Después de explicar las principales

características del mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus implicaciones para la ejecución de dicha política, el capítulo se centra en los elementos clave de la estrategia del BCE. También se considera el papel que tuvo su estrategia de política monetaria a la hora de orientar la respuesta a la crisis financiera global.

En el capítulo 4 se explica cómo el Eurosistema aplica las decisiones de política monetaria sirviéndose de los instrumentos de que dispone. En primer lugar, se presentan los objetivos y los principios generales que rigen el funcionamiento del marco operativo del Eurosistema, y se describen con mayor detalle los principales instrumentos de política monetaria (operaciones de mercado abierto, el sistema de reservas mínimas y las facilidades permanentes). El capítulo concluye con una breve valoración del funcionamiento del marco operativo en los doce primeros años de existencia de la política monetaria única.

En el capítulo 5 se describe la manera en que se ha ejecutado la política

monetaria en la zona del euro desde 1999. Este período ha supuesto un desafío para la zona, dado que ha tenido que hacer frente a multitud de perturbaciones económicas y financieras cuya naturaleza, magnitud y persistencia han variado a lo largo del tiempo. En este contexto, el Consejo de Gobierno adoptó sus decisiones de política monetaria prestando especial atención a la necesidad de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

En la bibliografía figuran referencias que permiten profundizar en temas que no se han podido tratar detalladamente en esta publicación.

El carácter novedoso y la riqueza de la estrategia de política monetaria del BCE han desencadenado a menudo intensos debates entre los expertos del mundo académico y los profesionales que trabajan en el mercado. Esta publicación debe considerarse parte del esfuerzo constante del BCE por explicar su enfoque de la política monetaria.

Fráncfort del Meno, mayo de 2011



Jürgen Stark
Miembro del Comité Ejecutivo
del BCE

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 (BCN) —17, tras la incorporación de Estonia el 1 de enero de 2011— a una nueva institución supranacional constituyó un hito en un largo y complejo proceso de integración de los países europeos. Al cabo de doce años, el BCE goza de un alto grado de credibilidad en todo el mundo por aplicar una política monetaria sólida y solvente orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. En el presente capítulo se describen los aspectos institucionales más relevantes para entender la política monetaria única.

El BCE, el Eurosistema y el SEBC

Base jurídica de la política monetaria única

La base jurídica de la política monetaria única queda establecida es el Tratado de la Unión Europea (TUE), el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC)¹. En el recuadro 1.1 se recogen algunos extractos de las disposiciones legales más relevantes.

miembros que no hayan adoptado el euro, será necesario mantener la distinción entre «Eurosistema» y «SEBC».

Ampliación de la zona del euro

El término «zona del euro» se refiere al área que comprende los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro. Actualmente, esta área se extiende desde Chipre hasta Irlanda y desde Portugal hasta Finlandia. Hasta la fecha, más de la mitad de los Estados miembros de la UE han adoptado el euro como moneda oficial.

Zona del euro

Desde la introducción del euro en 1999 en once Estados miembros de la UE, la zona del euro se ha ampliado en cinco ocasiones, estando integrada por 17 países en 2011. Actualmente hay diez Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro (Bulgaria, Dinamarca, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia). Dinamarca y el Reino Unido están acogidos a un régimen

Ampliación de la zona del euro

El BCE, el Eurosistema y el SEBC

Los Tratados y los Estatutos del SEBC, que figuran como Protocolo anejo a los Tratados, establecen la creación del BCE, del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El BCE es una institución de la UE (artículo 13 del TUE). El Eurosistema está integrado por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro², mientras que el SEBC está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (apartado 1 del artículo 282 del TFUE)³. Mientras sigan existiendo Estados

¹ El Tratado de Lisboa, que entró en vigor el 1 de enero de 2009, ha modificado el Tratado de la Unión Europea.

² Los gobernadores de los BCN de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro no participan en la toma de decisiones de política monetaria relativas a la zona del euro, y dichos BCN no participan en la ejecución de estas decisiones.

³ A diferencia del SEBC, el BCE tiene personalidad jurídica propia, que le viene conferida por los Tratados; los BCN tienen personalidad jurídica propia en virtud de la legislación nacional de sus respectivos países.

especial basado en una «cláusula de exención» (*opt-out*); los ocho países restantes son posibles candidatos a la adopción del euro (es decir, «Estados miembros acogidos a una excepción»).

Necesidad de convergencia sostenible

Cuando un país se incorpora a la zona del euro, ya no puede utilizar las políticas nacionales de tipos de interés y de tipos de cambio como instrumentos independientes de política económica. Si la convergencia no es sostenible, el país podría tener problemas de competitividad que ya no podría resolver ajustando el tipo de cambio. Por consiguiente, para poder integrarse sin dificultades en la zona del euro, los Estados miembros de la UE deben cumplir una serie de requisitos legales y económicos, conocidos como criterios de convergencia. Los criterios de convergencia legal obligan a los países candidatos a armonizar sus leyes nacionales con la legislación pertinente aplicable al Eurosistema (por ejemplo, la independencia del banco central). Los criterios de convergencia económica están relacionados con la necesidad de un grado elevado de estabilidad de precios, una situación presupuestaria sólida, la estabilidad del tipo de cambio y la convergencia de los tipos de interés a largo plazo.

Mandato, independencia y obligaciones de presentación de información del Eurosistema

Importancia primordial de la estabilidad de precios

El apartado 1 del artículo 127 del TFUE —que no se refiere al Eurosistema, sino al SEBC, dado que su redacción se basó en la premisa de que, en última instancia, todos los Estados miembros de la UE adoptarían el euro— establece que el objetivo principal del SEBC es mantener la estabilidad de precios y que, sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la UE, con el fin de contribuir a la consecución de los

objetivos de la UE que figuran en el artículo 3 del TUE.

El artículo 3 del TUE especifica los objetivos de la UE, que incluyen, entre otros, el desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, y una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social. Por consiguiente, la estabilidad de precios no es solo el objetivo principal de la política monetaria del BCE, sino también un objetivo de la UE en su conjunto. Por ello, los Tratados establecen una jerarquía de objetivos bien definida para el Eurosistema, que deja claro 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.

Se ha adoptado un régimen de tipo de cambio flexible para el euro, como es el régimen del dólar estadounidense. Por lo tanto, el tipo de cambio no constituye un instrumento de política económica independiente. Al ejecutar la política monetaria, el BCE toma en consideración el tipo de cambio en la medida en que influye en la situación económica general y en las perspectivas de estabilidad de precios (véase capítulo 3). Aunque los Tratados prevén que el Consejo ECOFIN (de facto, el Eurogrupo) y el BCE compartan la responsabilidad de las decisiones de política cambiaria, las disposiciones que figuran en ellos garantizan que dicha política sea totalmente coherente con el objetivo principal de la política monetaria única. El artículo 119 del TFUE establece explícitamente que el objetivo principal tanto de la política monetaria única como de la política de

El régimen de tipo de cambio contribuye a la estabilidad de precios

tipos de cambio es mantener la estabilidad de precios. Además, por lo que respecta al marco general en el que debe ejecutarse esta última, los Tratados exigen que las decisiones que se adopten en este ámbito respeten dicho objetivo. Por último, la competencia exclusiva para decidir y realizar operaciones en el mercado de divisas recae en el Eurosistema.

Política monetaria y políticas fiscales

La zona del euro se caracteriza por presentar una combinación única de formulación centralizada de la política *monetaria* y formulación descentralizada, aunque estrechamente coordinada, de las políticas *fiscales*. Esta característica de «una política monetaria y muchas políticas fiscales» es un aspecto fundamental del marco institucional que rige las interacciones entre la política monetaria y las políticas fiscales en la zona del euro, y tiene por objeto asegurar el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Al mismo tiempo, los Estados miembros de la UE deben considerar sus políticas económicas como una cuestión de interés común y coordinarlas en el seno del Consejo de la UE (apartado 1 del artículo 121 del TFUE). El marco se basa en objetivos claramente especificados y en una atribución precisa de responsabilidades entre las distintas áreas de política económica. En cuanto a las interacciones entre la política monetaria y las políticas fiscales, el marco propicia resultados coherentes, siempre que todos los responsables de formular las políticas cumplan con sus obligaciones.

Mecanismos para la aplicación de políticas fiscales sólidas

Las políticas fiscales influyen de manera significativa en el crecimiento económico, en la estabilidad macroeconómica y en la inflación. A escala de la UE se han establecido una serie de mecanismos institucionales para la aplicación de políticas fiscales sólidas, también con el

fin de limitar los riesgos para la estabilidad de precios (véase recuadro 2.1). Entre estos mecanismos se incluyen:

- la prohibición de financiación monetaria (artículo 123 del TFUE);
- la prohibición de acceso privilegiado a las entidades financieras (artículo 124 del TFUE);
- la cláusula de no corresponsabilidad financiera (artículo 125 del TFUE);
- las disposiciones en materia fiscal para evitar déficits públicos excesivos (artículo 126 del TFUE, que también especifica el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo);
- el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (derecho derivado basado en los artículos 121 y 126 del TFUE).

El marco institucional de la política monetaria única ha establecido un banco central independiente de toda influencia política. Un gran número de estudios teóricos, basados en una importante evidencia empírica, indican que la independencia del banco central favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios. El artículo 130 del TFUE recoge este importante principio. En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les han sido conferidas, ni el BCE, ni los BCN, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la UE, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Además, de conformidad con este artículo, las instituciones, órganos u organismos de la UE, así como los Gobiernos de los Estados miembros de la UE, se comprometen a respetar este principio de independencia y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los BCN en el ejercicio de sus funciones.

Independencia de toda influencia política

Existen también otras disposiciones que salvaguardan la independencia del Eurosistema y de los órganos rectores del BCE. Por ejemplo, los mecanismos financieros del BCE se mantienen separados de los intereses financieros de la UE: el BCE tiene su propio presupuesto, y su capital es suscrito y desembolsado por los BCN de la zona del euro. El hecho de que el mandato de los miembros de su Consejo de Gobierno sea por un período prolongado y que el de los miembros de su Comité Ejecutivo no pueda renovarse también contribuye a proteger a los miembros de los órganos rectores del BCE de posibles influencias políticas. Además, los Tratados protegen asimismo la independencia del Eurosistema al prohibir que los bancos centrales financien al sector público (véase recuadro 2.1).

Obligaciones de información

Para asegurar la legitimidad, un banco central independiente debe rendir cuentas de la gestión realizada en el ejercicio de su mandato ante las instituciones democráticas y ante los ciudadanos. Respetando plenamente la independencia del Eurosistema, el artículo 15 de los Estatutos del SEBC impone unas obligaciones de información precisas al BCE. Por ejemplo, este ha de publicar informes trimestrales sobre las actividades del Eurosistema, así como un estado financiero consolidado semanal. Además, el BCE debe presentar cada año al Parlamento Europeo, al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y al Consejo Europeo un informe sobre sus actividades y la política monetaria del año anterior y del año en curso. Además, como contempla el artículo 284 del TFUE, el presidente del BCE y otros miembros del Comité Ejecutivo comparecen frecuentemente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

En la práctica, el BCE ha decidido llevar a cabo una política de información más amplia de la que imponen los requisitos señalados (véase capítulo 3).

Funciones del Eurosistema

De conformidad con el apartado 2 del artículo 127 del TFUE, las funciones básicas que desempeña el Eurosistema son las siguientes:

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

Otras funciones están relacionadas con las siguientes áreas: *Billetes*: el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en la zona del euro. *Estadísticas*: en colaboración con los BCN, el BCE recopila de las autoridades nacionales o directamente de los agentes económicos. la información estadística necesaria para que el Eurosistema desempeñe sus funciones. *Estabilidad financiera y supervisión*: el Eurosistema contribuye a la gestión adecuada de las políticas adoptadas por las autoridades responsables de la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de la estabilidad del sistema financiero. *Cooperación europea e internacional*: el BCE mantiene relaciones de trabajo con importantes instituciones, organismos y foros, tanto de la UE como en el ámbito internacional, en relación con las funciones encomendadas al Eurosistema.

En un entorno de estabilidad financiera, la estabilidad de precios es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria a la consecución de otros objetivos (véase también capítulo 3).

Al mismo tiempo, la inestabilidad financiera puede mermar la capacidad del banco central de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. En una economía de libre mercado, alcanzar y preservar la estabilidad financiera es ante todo responsabilidad de los participantes en el mercado, de quienes se espera que valoren y gestionen sus riesgos de manera eficaz y que asuman las consecuencias financieras de sus operaciones. El hecho de que la estabilidad financiera se considere un «bien público» exige, no obstante, que se cuente con un marco institucional que preserve dicha estabilidad y reduzca los efectos de la inestabilidad.

Mecanismos de cooperación transfronteriza existentes

Para promover la estabilidad financiera, los Tratados establecen mecanismos de cooperación específicos. En primer lugar, de conformidad con el apartado 5 del artículo 127 del TFUE, el Eurosistema debe contribuir a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero. En segundo lugar, con arreglo al artículo 25.1 de los Estatutos del SEBC, el BCE debe ser consultado sobre cualquier propuesta de acto de la UE o cualquier proyecto de disposición legal de las autoridades nacionales que esté relacionado con sus ámbitos de competencia. De igual modo, el BCE puede brindar asesoramiento al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y a las autoridades nacionales competentes y ser consultado por estos sobre el alcance y la aplicación de la legislación de la UE relativa a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero. Por último, el apartado 6 del artículo 127 del TFUE prevé la posibilidad de encomendar al BCE tareas específicas relacionadas con la supervisión si-

guiendo un procedimiento simplificado sin necesidad de modificar la legislación.

Con el fin de hacer frente a las graves tensiones registradas en los mercados financieros, en 2010 se crearon los siguientes programas: el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF). El MEEF lleva funcionando desde el 10 de mayo de 2010 y la FEEF está plenamente operativa desde el 4 de agosto de 2010. La FEEF está autorizada a emitir bonos en el mercado, garantizados por los países de la zona del euro. Los préstamos concedidos a un país en dificultades al amparo de estos dos programas deben ir acompañados de una serie de condiciones detalladas y estrictas. En marzo de 2011, el Consejo de la UE acordó establecer un marco permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE complementará el nuevo marco de gobernanza reforzado a partir de junio de 2013.

El marco institucional no asigna competencias directas en materia de supervisión al Eurosistema. En varios países de la zona del euro, pero no en todos, los bancos centrales son responsables de la supervisión prudencial y de funciones supervisoras, o como mínimo participan activamente en estas tareas. La asignación descentralizada de responsabilidades ha creado la necesidad de una estrecha cooperación i) en el seno del Eurosistema, entre el BCE y los BCN, para realizar un seguimiento de los posibles riesgos para la estabilidad financiera a escala de la zona, y ii) entre el Eurosistema y los supervisores nacionales, para lograr una estrecha coordinación de las funciones de banca central y de supervisión a fin de salvaguardar la estabilidad financiera.

Nuevos mecanismos de cooperación transfronteriza

No existen competencias sobre supervisión prudencial a nivel de la zona del euro

El Eurosistema desempeña dos funciones principales en estas áreas. En primer lugar, realiza un seguimiento y valora los riesgos más importantes para la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro, y también lleva a cabo operaciones de mercado para hacer frente a perturbaciones financieras generales y aliviar las tensiones en el mercado monetario de la zona. Además, el Eurosistema contribuye a definir las políticas en materia de estabilidad financiera de las autoridades competentes en el ámbito nacional y de la UE en lo que respecta al seguimiento y la evaluación de la estabilidad financiera, la regulación y la supervisión financieras, y la gestión de crisis. En segundo lugar, el Eurosistema supervisa las infraestructuras de mercado como parte de su función básica de promover el correcto funcionamiento de los sistemas de pago.

**Nueva
arquitectura
de supervisión
financiera
de la UE**

Como ha demostrado una vez más la crisis financiera, los mercados financieros internacionales y las instituciones financieras interconectadas están sujetos a riesgos sistémicos. Para reducir la exposición del sistema al riesgo de que se produzcan fallos en los componentes sistémicos y mejorar la capacidad general de resistencia del sistema financiero de la UE frente a perturbaciones, se introdujeron cambios institucionales importantes. El 1 de enero de 2011 entró en funcionamiento la nueva arquitectura de supervisión financiera de la UE, que incluye tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) para el sector bancario y el de seguros y para los mercados de valores, con el fin de mejorar la supervisión microprudencial, y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), un órgano independiente de la UE responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. El BCE tiene

encomendada la función de Secretaría de la JERS, y se encarga también de prestar apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico a este nuevo órgano de la UE.

La JERS contribuye a la prevención o mitigación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera de la UE que se derivan de la evolución del sistema financiero. A tal fin, y particularmente con el fin de evitar tensiones financieras generalizadas, la JERS tiene en cuenta la evolución macroeconómica. Por lo tanto, contribuye al correcto funcionamiento del mercado interior y, con ello, garantiza una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico. Sus principales funciones son el seguimiento y la valoración del riesgo sistémico y la emisión de alertas, y, en caso necesario, de recomendaciones a los responsables de la política económica, estableciendo un plazo para la adopción de medidas adecuadas. El apoyo del BCE a la JERS se presta sin perjuicio del principio de independencia del banco central. Todos los miembros del Consejo General del BCE son miembros con derecho de voto de la Junta General de la JERS. El presidente del BCE preside la JERS durante sus primeros cinco años de existencia. El vicepresidente primero es miembro del Consejo General del BCE y también ha sido nombrado para un período de cinco años. El Comité Director de la JERS está integrado por el presidente y el vicepresidente del BCE y por otros cuatro miembros del Consejo General.

**Funciones
de la JERS**

Órganos rectores del BCE

La política monetaria del BCE se basa en un sistema de toma colectiva de decisiones (artículos 129 y 132 del TFUE). Los dos órganos rectores del BCE (apartado 1 del artículo 129 del TFUE)

a los que corresponde la responsabilidad del diseño, formulación y 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 (17 gobernadores en 2011). Tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo están presididos por el presidente del BCE o, en ausencia de este, 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

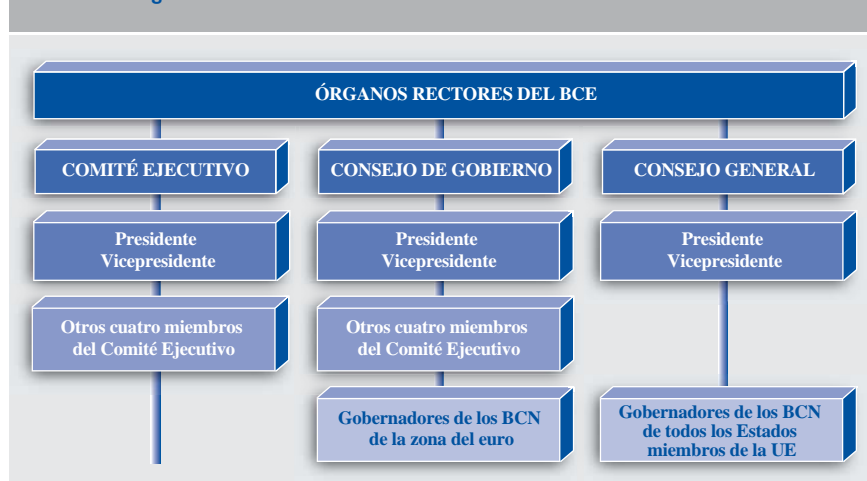
básicos y el suministro de reservas» en el Eurosistema. Además, el Consejo de Gobierno establece las orientaciones necesarias para el cumplimiento de dichas decisiones.

El Comité Ejecutivo del BCE está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, todos ellos nombrados, desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, por mayoría cualificada del Consejo Europeo, a partir de una recomendación del Consejo de la Unión Europea. 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.

Comité Ejecutivo del BCE

Gráfico 1.1 Órganos rectores del BCE



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 (27 en 2011). El Consejo General, que se mantendrá mientras sigan existiendo Estados miembros de la UE 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) que todavía han de llevarse a cabo precisamente porque no todos los Estados miembros de la UE han adoptado el euro⁴. De conformidad con los artículos 43, 44 y 46 de los Estatutos del SEBC y con el apartado 2 del artículo 141 del TFUE, el Consejo General contribuye a:

- reforzar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro, con el fin de garantizar la estabilidad de precios;
- recopilar información estadística;
- elaborar informes acerca de las actividades del BCE;
- adoptar las medidas necesarias para fijar irrevocablemente los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro.

Sistema de votación del Consejo de Gobierno

Las decisiones relativas a la política monetaria y a las demás funciones desempeñadas por el Eurosistema en la zona del euro han de formularse desde la perspectiva de la zona. Al adoptar las decisiones, los miembros del Consejo de Gobierno actúan con total independencia personal, no como

representantes de sus países. Cada miembro del Consejo de Gobierno dispone de un voto. En caso de empate, el voto decisivo corresponde al presidente del BCE. El artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC establece que el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple. En la práctica, las decisiones de política monetaria se basan, en general, en un «consenso» entre sus miembros.

Con las nuevas ampliaciones de la zona del euro, el Consejo de Gobierno sigue teniendo que adoptar decisiones de manera rápida y eficiente en una zona del euro ampliada, lo que puso de manifiesto la necesidad de aplicar un nuevo sistema de votación. El 21 de marzo de 2003, el Consejo Europeo aprobó una reforma del artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, que modifica el derecho de voto del Consejo de Gobierno. La implantación del nuevo sistema de rotación trata de respetar los principios de un voto por miembro, participación personal, representatividad, solidez y automatismo, igualdad de trato, transparencia y sencillez. El 19 de marzo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió aplicar el sistema de rotación al derecho de voto de sus miembros, como se dispone en el nuevo artículo 3 bis del Reglamento interno del BCE. Según este nuevo sistema, los seis miembros del Comité Ejecutivo mantendrán un derecho de voto permanente, pero el derecho de voto de los gobernadores de los BCN estará sometido a rotación desde el momento en que el número de países de la zona del euro exceda de 18⁵. Los gobernadores se distribuirán en grupos con arreglo a una

**Modificación
del derecho de
voto en el
Consejo de
Gobierno**

⁴ Para más detalles sobre la historia de la UEM, véase también el anejo.

⁵ El 18 de diciembre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió continuar aplicando su régimen de votación actual e introducir el sistema de rotación únicamente cuando el número de gobernadores y presidentes de los BCN de la zona del euro excediera de 18, y no de quince como estaba previsto inicialmente.

clave fijada en el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC. Los gobernadores rotarán en el ejercicio del derecho de voto mensualmente. En el primer grupo, el número de derechos de voto que rotarán en cada período de un mes será de uno. En el segundo y tercer grupo, el número de derechos de voto que rotarán en cada período de un mes será igual a la diferencia entre el número de gobernadores asignados al grupo y el número de derechos de voto a él asignados, menos dos. El gráfico 1.2 muestra el sistema de rotación con tres grupos para una zona del euro integrada por 27 países. El sistema de rotación garantiza un alto nivel de participación y que el grupo de gobernadores que ejerza el derecho de voto mantenga una composición relativamente estable. En primer lugar, todos los gobernadores asisten a todas las reuniones del Consejo de Gobierno, con independencia de si tienen derecho de voto en ese momento. En segun-

do lugar, la frecuencia de rotación será tal que los períodos en los que los gobernadores no ejercerán el derecho de voto serán breves.

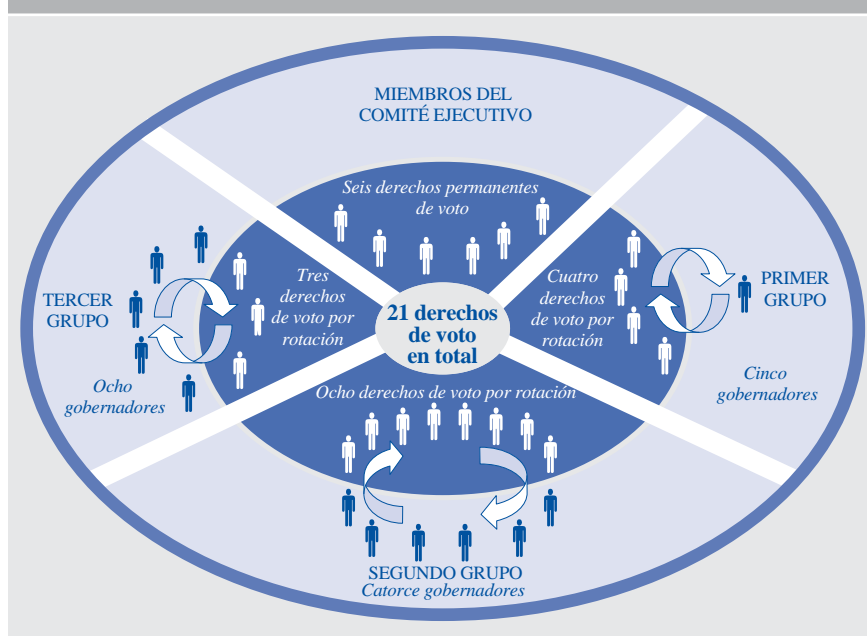
La estructura de comités del Eurosistema/SEBC

Las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno se basan en detallados preparativos y análisis de los expertos del Eurosistema/SEBC. Cuando se introdujo el euro, se aplicó y se perfeccionó la arquitectura descentralizada existente. Los comités del Eurosistema/SEBC son responsables de coordinar aquellas tareas del Eurosistema/SEBC que desempeñan tanto el BCE como los BCN.

Los comités del Eurosistema/SEBC están integrados por expertos de los BCN y del BCE y se ocupan de las áreas más funcionales del trabajo del Eurosistema/SEBC. Estos expertos proporcionan una información valiosa, tanto

Comités del Eurosistema/SEBC

Gráfico 1.2 Sistema de rotación con tres grupos en el Consejo de Gobierno del BCE para una zona del euro con 27 países



en términos de conocimientos como de asesoramiento técnico, para las deliberaciones de los órganos rectores del BCE. Además, estos comités pueden contar con diversos grupos y subgrupos de trabajo. La labor que se lleva a cabo en los distintos niveles ayuda a formar las opiniones y a crear consenso en el seno del Eurosistema/SEBC.

Los comités actuales del Eurosistema/SEBC son el Comité de Política Monetaria (MPC), el Comité de Relaciones Internacionales (IRC), el Comité de Operaciones de Mercado (MOC), el Comité de Estadísticas (STC), el Comité de Sistemas de Pago y Liqui-

dación (PSSC), el Comité de Estabilidad Financiera (FSC), el Comité de Billetes (BANCO), el Comité de Metodología de Costes (COMCO), el Comité de Tecnologías de la Información (ITC), el Comité de Auditores Internos (IAC), el Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC (ECCO), el Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO), el Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO), el Comité de Presupuestos (BUCOM), la Conferencia de Recursos Humanos (HRC), el Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC), y el Comité de Gestión de Riesgos (RMC).

Recuadro 1.1 Principales disposiciones extraídas de los Tratados y de los Estatutos del SEBC

En el presente recuadro se recogen algunas de las principales disposiciones sobre política monetaria extraídas del Tratado de la Unión Europea, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y de los Estatutos del SEBC. Los textos jurídicos completos pueden consultarse en: www.eu.int y www.ecb.europa.eu.

1. EXTRACTOS DEL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA

Artículo 3

3. La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico. [...]

4. La Unión establecerá una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro.

Artículo 13

1. La Unión dispone de un marco institucional que tiene como finalidad promover sus valores, perseguir sus objetivos, defender sus intereses, los de sus ciudadanos y los de los Estados miembros, así como garantizar la coherencia, eficacia y continuidad de sus políticas y acciones.

Las instituciones de la Unión son:

- el Parlamento Europeo,
- el Consejo Europeo,
- el Consejo,
- la Comisión Europea (denominada en lo sucesivo «Comisión»),

- el Tribunal de Justicia de la Unión Europea,
- el Banco Central Europeo,
- el Tribunal de Cuentas.

2. Cada institución actuará dentro de los límites de las atribuciones que le confieren los Tratados, con arreglo a los procedimientos, condiciones y fines establecidos en los mismos. Las instituciones mantendrán entre sí una cooperación leal.

3. Las disposiciones relativas al Banco Central Europeo y al Tribunal de Cuentas, así como las disposiciones detalladas sobre las demás instituciones, figuran en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

2. EXTRACTOS DEL TRATADO DE FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA

Artículo 119

1. Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea, la acción de los Estados miembros y de la Unión incluirá, en las condiciones previstas en los Tratados, 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 los procedimientos previstos en los Tratados, dicha acción supondrá una moneda única, el euro, 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 Unión, 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 Unión implican el respeto de los siguientes principios rectores: precios estables, finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas y balanza de pagos estable.

Artículo 121

1. Los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo, conforme a lo dispuesto en el artículo 120.

Artículo 127

1. El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo «SEBC», será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. 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 119.

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

- definir y ejecutar la política monetaria de la Unión,
- realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219,

- 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 Banco Central Europeo será consultado:

- sobre cualquier propuesta de acto de la Unión 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 4 del artículo 129.

El Banco Central Europeo podrá presentar dictámenes a las instituciones, órganos u organismos de la Unión 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, mediante reglamentos adoptados con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo y al Banco Central Europeo, podrá encomendar al Banco Central Europeo 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 129

1. El SEBC será dirigido por los órganos rectores del Banco Central Europeo, que serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

Artículo 130

En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan los Tratados y los Estatutos del SEBC y del BCE, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones, órganos u organismos de la Unión, 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 Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.

Artículo 219

1. No obstante lo dispuesto en el artículo 218, el Consejo, bien por recomendación del Banco Central Europeo, bien por recomendación de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, podrá celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el euro en relación con las monedas de terceros Estados. El Consejo se

pronunciará por unanimidad, previa consulta al Parlamento Europeo y con arreglo al procedimiento establecido en el apartado 3.

El Consejo, bien por recomendación del Banco Central Europeo, bien por recomendación de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo con el fin de lograr un consenso compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, podrá adoptar, ajustar o abandonar los tipos centrales del euro en el sistema de tipos de cambio. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo de la adopción, del ajuste o del abandono de los tipos centrales del euro.

2. A falta de un sistema de tipos de cambio respecto de una o varias monedas de terceros Estados con arreglo al apartado 1, el Consejo, bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo, bien sobre la base de una recomendación del Banco Central Europeo, podrá formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio respecto de estas monedas. Estas orientaciones generales se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios.

Artículo 282

1. El Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales constituirán el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro, que constituyen el Eurosistema, dirigirán la política monetaria de la Unión.

2. El SEBC estará dirigido por los órganos rectores del Banco Central Europeo. El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, prestará apoyo a las políticas económicas generales de la Unión para contribuir a la consecución de los objetivos de ésta.

3. El Banco Central Europeo tendrá personalidad jurídica. Le corresponderá en exclusiva autorizar la emisión del euro. Será independiente en el ejercicio de sus competencias y en la gestión de sus finanzas. Las instituciones, órganos y organismos de la Unión y los Gobiernos de los Estados miembros respetarán esta independencia.

3. EXTRACTOS DEL PROTOCOLO (N.º 4) SOBRE LOS ESTATUTOS DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES Y DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Artículo 10 (El Consejo de Gobierno)

10.2. Cada miembro del Consejo de Gobierno dispondrá de un voto. Desde el momento en que el número de miembros del Consejo de Gobierno exceda de veintiuno, cada miembro del Comité Ejecutivo dispondrá de un voto, y el número de gobernadores con derecho de voto será de quince. El derecho de voto de los gobernadores se asignará y rotará con arreglo a lo siguiente:

- desde el momento en que el número de gobernadores exceda de quince y hasta que llegue a veintidós, los gobernadores se distribuirán en dos grupos de acuerdo con el tamaño de la participación del Estado miembro correspondiente a su banco central nacional en el producto interior bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros cuya moneda es el euro. Se asignará a las participaciones en el producto interior

- bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias un peso de 5/6 y 1/6 respectivamente. El primer grupo estará formado por cinco gobernadores y el segundo grupo estará formado por los demás gobernadores. La frecuencia del derecho de voto de los gobernadores del primer grupo no será inferior a la frecuencia del derecho de voto de los gobernadores del segundo grupo, sin perjuicio de lo cual, el primer grupo dispondrá de cuatro votos y el segundo de once,
- desde el momento en que su número llegue a veintidós, los gobernadores se distribuirán en tres grupos de acuerdo con la clasificación basada en los criterios expuestos. El primer grupo estará formado por cinco gobernadores y dispondrá de cuatro votos. El segundo grupo comprenderá la mitad del número total de gobernadores, redondeándose las fracciones al número entero siguiente, y dispondrá de ocho votos. El tercer grupo estará formado por los gobernadores restantes y dispondrá de tres votos,
 - en cada grupo, los gobernadores tendrán el derecho de voto por igual plazo,
 - a efectos del cálculo de las participaciones en el producto interior bruto total a precio de mercado se aplicará el apartado 2 del artículo 29. El balance agregado total de las instituciones financieras monetarias se calculará con arreglo al sistema estadístico vigente en la Unión en el momento del cálculo,
 - siempre que el producto interior bruto total a precio de mercado se ajuste de conformidad con el apartado 3 del artículo 29 de los Estatutos o siempre que aumente el número de gobernadores, se revisará el tamaño y/o la composición de los grupos con arreglo a los principios expuestos,
 - por mayoría de dos tercios de todos sus miembros, tengan o no el derecho de voto, el Consejo de Gobierno tomará todas las medidas necesarias para la aplicación de los principios expuestos, y podrá decidir que se aplaze la introducción del sistema de rotación hasta que el número de gobernadores exceda de 18.

El derecho de voto se ejercerá en persona. No obstante esta norma, el reglamento interno a que hace referencia el apartado 3 del artículo 12 podrá establecer la posibilidad de que los miembros del Consejo de Gobierno emitan su voto por teleconferencia. El reglamento interno dispondrá también que los miembros del Consejo de Gobierno que no puedan asistir a las reuniones del Consejo de Gobierno por un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno.

Las disposiciones de los párrafos precedentes no afectan al derecho de voto que todos los miembros del Consejo de Gobierno, con y sin derecho de voto, tienen en virtud de los artículos 10.3, 40.2 y 40.3.

De no estipularse lo contrario en los presentes Estatutos, el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple de sus miembros con derecho de voto. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al presidente.

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

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

Artículo 12 (Responsabilidades de los órganos rectores)

12.1. El Consejo de Gobierno adoptará las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo a los Tratados y al presente Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Unión, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

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

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

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

Artículo 15 (Obligaciones de información)

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

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

15.3. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 284 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el BCE presentará cada año al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo, un informe sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso.

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

Artículo 17 (Cuentas en el BCE y los bancos centrales nacionales)

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

Artículo 18 (Operaciones de mercado abierto y de crédito)

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

- operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en euros o en otras monedas, 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.

Artículo 19 (Reservas mínimas)

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

19.2. Para la aplicación del presente artículo, el Consejo definirá, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 41, 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 entre la zona del euro y el resto del mundo. A continuación, se describen las principales características de la estructura financiera mediante el examen de los mercados monetario y de capitales, así como de las entidades financieras más importantes, diferenciando entre instituciones financieras monetarias (IFM) y otros intermediarios financieros (OIF).

2.1 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA ECONOMÍA REAL

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 características macroeconómicas de la zona del euro⁶.

Población y participación en el PIB mundial

En términos de población, la zona del euro es la mayor economía desarrollada del mundo: en 2009, su población total era de 330,5 millones de habitantes, ligeramente superior a la de Estados Unidos y más del doble de la de Japón. En ese año, la participación de la zona del euro en el PIB mundial (expresada en términos de paridad del poder adquisitivo) se situó en el 15,1%, frente al 20,4% de Estados Unidos y al 6% de

Japón. Por su parte, la participación de cada uno de los países de la zona del euro fue significativamente menor, alcanzando la mayor economía de la zona el 4% del PIB mundial en ese año.

La estructura de la producción de la zona del euro se asemeja bastante a las de Estados Unidos y Japón en cuanto a que, en las tres economías, 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 el total de la rama de servicios. Concretamente, la participación del sector de servicios públicos en Estados Unidos es relativamente pequeña, mientras que en la economía de la zona del euro es mucho mayor. En estas tres economías la industria ocupa el segundo lugar en cuanto a la participación en el producto total. Dado que se trata de economías muy desarrolladas, la importancia de la agricultura, la pesca y la silvicultura es relativamente reducida.

En la zona del euro, el sector de los servicios es el de mayor participación en el PIB

⁶ Varios cuadros y gráficos de esta sección se actualizan periódicamente en el sitio web del BCE.

Cuadro 2.1 Principales características de la economía real de la zona del euro en 2009

	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón
Población ¹⁾	millones	330,5	307,5	127,7
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	%	15,1	20,4	6,0
PIB per cápita ²⁾	miles de euros	27,1	36,9	25,8
Valor añadido por actividad económica				
Agricultura, pesca, silvicultura	% del PIB	1,6	1,1*	1,6*
Industria (incluida construcción)	% del PIB	24,1	21,0*	27,3*
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	% del PIB	74,3	77,9*	71,1*
Tasa de paro (porcentaje de la población activa)	%	10,0**	9,6**	5,1**
Tasa de actividad ³⁾	%	71,5	74,6	74,0
Tasa de ocupación ⁴⁾	%	64,7	67,6	70,0
Administraciones Públicas				
Superávit (+) o déficit (-)	% del PIB	-6,3	-11,3	-8,7
Deuda bruta ⁵⁾	% del PIB	79,2	68,6	180,4
Ingresos	% del PIB	44,6	26,6	31,6
<i>de los cuales: impuestos directos:</i>	% del PIB	11,4	9,7	7,8
<i>de los cuales: impuestos indirectos:</i>	% del PIB	13,1	7,3	8,2
<i>de los cuales: cotizaciones sociales:</i>	% del PIB	15,7	6,9	11,7
Gastos ⁶⁾	% del PIB	50,8	37,9	40,4
<i>de los cuales: consumo final:</i>	% del PIB	22,2	17,1	20,1
<i>de los cuales: transferencias sociales:</i>	% del PIB	24,3	15	25,0
Actividad exterior ⁷⁾				
Exportaciones de bienes	% del PIB	14,4	7,6	10,8
Exportaciones de bienes y servicios	% del PIB	19,7	11,1	13,3
Importaciones de bienes	% del PIB	14,0	11,2	9,9
Importaciones de bienes y servicios	% del PIB	18,9	13,8	12,9
Exportaciones (porcentaje de las exportaciones mundiales, incluido el comercio dentro de la zona del euro)	%	29,1	8,6	4,7
Exportaciones (porcentaje de las exportaciones mundiales, excluido el comercio dentro de la zona del euro)	%	16,9	10	5,5
Balanza por cuenta corriente	% del PIB	-0,6	-2,7	2,8

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

Notas:

- 1) Los datos de la zona del euro, Estados Unidos y Japón corresponden a la media anual.
- 2) Los datos de Estados Unidos y Japón se han convertido a euros a las paridades del poder adquisitivo (PPA) de la OCDE.
- 3) Ratio de población activa en relación con la población en edad de trabajar (con edades comprendidas entre 15 y 64 años). Los datos de Estados Unidos se refieren a la proporción de población civil no institucional (con edades comprendidas entre 15 y 64 años) que trabaja o busca empleo activamente. Media anual.
- 4) Ratio del número de personas ocupadas en relación con la población en edad de trabajar (con edades comprendidas entre 15 y 64 años). Los datos de Estados Unidos se refieren a la proporción de población civil no institucional (con edades comprendidas entre 15 y 64 años). Media anual.
- 5) Los datos siguen los conceptos y definiciones de deuda de Maastricht. La deuda de las Administraciones Públicas se compone de depósitos, valores distintos de acciones y préstamos vivos a su valor nominal y consolidados dentro del sector de Administraciones Públicas. Fin de año.
- 6) La definición europea también se aplica a los datos de Estados Unidos y Japón.
- 7) Los datos de la zona del euro se basan en transacciones de la zona del euro con el exterior.

* Cifras de 2008.

** Cifras de 2010.

2.2 MERCADO DE TRABAJO

El desempleo estructural en la zona del euro

Desde 1999, se han creado en la zona del euro más de 13 millones de puestos de trabajo, mientras que en los diez años anteriores a la unión monetaria se crearon 7 millones. La tasa de paro de la zona del euro, es decir, el número de desempleados en relación con la población activa, registró fluctuaciones cíclicas en el último decenio. En los años ochenta y noventa, la tasa de paro de la zona del euro alcanzó niveles muy altos, como resultado de las fuertes perturbaciones y de las rigideces estructurales (véase gráfico 2.1). En 2010, la tasa media de paro fue del 10%, cifra que corresponde a unos 15,8 millones de desempleados en el conjunto de la zona. En 2010, se registraron cifras similares tanto para la zona del euro como para Estados Unidos. Sin embargo, desde 1980, la tasa de paro de la zona del euro ha sido, en promedio, sensiblemente más alta que la de Estados Unidos. Esta disparidad refleja diferencias estructurales entre los mercados de trabajo estadouni-

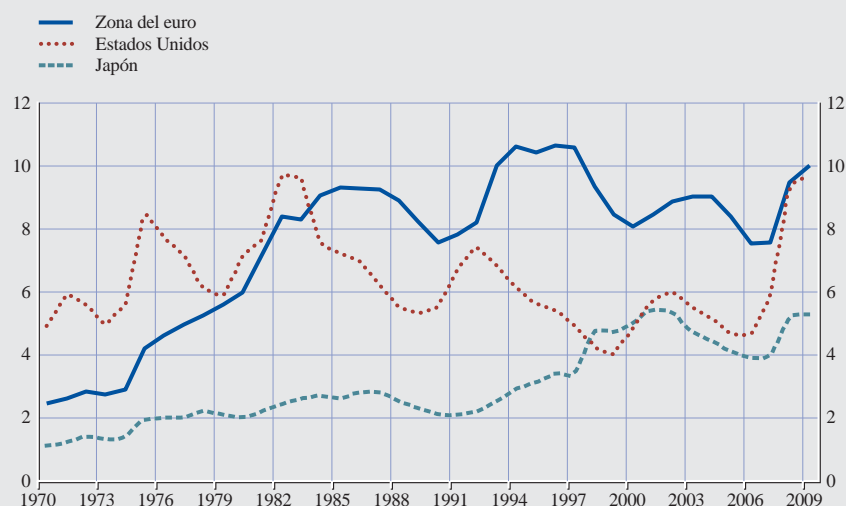
dense y de la zona del euro, que han dado lugar a que el nivel de desempleo estructural sea más elevado en esta última. En la década de los noventa se adoptaron en los países de la zona reformas que afectaron, con distinta intensidad, a las características institucionales de los mercados de trabajo. Aunque, en algunos casos, estas reformas lograron reducir significativamente la tasa de paro, siguen existiendo rigideces estructurales que explican los elevados niveles de desempleo que aún persisten 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 considerablemente con el tiempo, en 2009 la tasa de actividad total de la zona del euro (71,5%) todavía era inferior a la de Estados Unidos (74,6%). Por sexos, las cifras correspondientes a 2009 muestran que la diferencia con respecto a Estados Unidos se situaba

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

Gráfico 2.1 Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje de la población activa; datos anuales)



Fuente: Comisión Europea.

Cuadro 2.2 Tasas de actividad por sexo y grupos de edad en la zona del euro y Estados Unidos en 2009

(en porcentaje de la población en edad de trabajar)

	Zona del euro			Estados Unidos		
	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total
Todos los grupos de edad	78,5	64,6	71,5	80,4	69,0	74,6
15-24 ¹⁾	46,9	40,8	43,9	58,5	55,2	56,9
25-34	91,2	78,8	85,1	90,3	75,0	82,7
35-44	94,7	79,6	87,2	91,7	75,9	83,7
45-54	91,7	75,1	83,3	87,4	76,0	81,6
55-59	74,4	55,5	64,8	78,0	68,5	73,1
60-64	38,2	22,4	30,1	60,9	49,9	55,1

Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

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

en torno a 4 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 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. Sin embargo, la diferencia entre las tasas de actividad de los trabajadores con edades comprendidas entre 25 y 64 años es algo menor.

La menor tasa de actividad en la zona del euro 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) más baja en la zona del euro que en Estados Unidos o en

Japón. En el caso de Japón, ello se debe también a que la tasa de paro es inferior a la de la zona del euro. En 2009, la tasa de ocupación de la zona del euro se situó en torno a al 65 %, por debajo de las tasas registradas en Estados y Japón (véase cuadro 2.1). La tasa de ocupación relativamente baja y el menor número de horas trabajadas por ocupado constituyen uno de los principales motivos por los que el PIB per cápita de la zona del euro es inferior al de Estados Unidos.

Los aspectos institucionales de los mercados 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 paro relativamente altas y persistentes. Además, tienden a frenar el ritmo al que una economía puede crecer sin generar presiones inflacionistas.

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

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

2.3 SECTOR DE ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Las políticas fiscales afectan a la economía

Las políticas fiscales afectan notablemente al crecimiento económico y a la inflación a través de numerosos cauces. El nivel y la composición del gasto y los ingresos públicos, así como los déficits presupuestarios y la deuda pública, son variables fundamentales en este proceso. El desequilibrio de las finanzas públicas puede dar lugar a presiones de demanda e inflacionistas, obligando a la autoridad monetaria a mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel más elevado de lo necesario en otras circunstancias. Por ejemplo, un aumento excesivo del gasto público que estimule la demanda agregada podría generar presiones inflacionistas si se produce en un momento en el que la economía ya está operando a niveles próximos a su plena capacidad. Asimismo, los desequilibrios fiscales podrían socavar la confianza en una política monetaria orientada a la estabilidad si hay expectativas de que el banco central termine, en última instancia, acomodando un excesivo endeudamiento del sector público. Además, los altos niveles de deuda pública pueden poner en peligro la estabilidad financiera obligando al banco central a intervenir para garantizar el funcionamiento adecuado de los mercados y del mecanismo de transmisión monetaria. Dichos niveles pueden también afectar negativamente a la economía real. Por ejemplo, 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. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea incluye varias disposiciones para evitar esos riesgos, pero sigue siendo importante que el BCE realice

un atento seguimiento de la evolución de la política fiscal en los países de la zona del euro.

La disciplina presupuestaria es un componente básico para el buen funcionamiento de una unión monetaria. En un área monetaria integrada con una moneda única y mercados financieros integrados, la evolución de las finanzas públicas de un país afectará también a los demás países miembros. Aunque en la tercera fase de la UEM las políticas presupuestarias siguen siendo competencia exclusiva de los Estados miembros, existen a nivel de la UE varios mecanismos institucionales encaminados a velar por la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas en todos los países de la zona del euro y, por lo tanto, en la zona en su conjunto (véase recuadro 2.1). En particular, el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, que contempla el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado en 1997 desarrolla y clarifica, tiene por objeto limitar los riesgos para la estabilidad de precios que podrían derivarse de unas políticas fiscales nacionales inadecuadas. El Pacto quedó notablemente debilitado por la reforma de 2005, que introdujo más flexibilidad y una mayor discrecionalidad política. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado permite a un Estado miembro presentar su propio objetivo a medio plazo, conforme a sus necesidades específicas, objetivo que, a continuación, evalúa el Consejo de la UE. También define un ajuste presupuestario estructural anual del 0,5% del PIB que es el valor de referencia que los distintos países deben tratar de lograr, teniendo en cuenta, al mismo tiempo, los posibles costes presupuestarios resultantes de la puesta en práctica de las reformas estructurales.

La estabilidad macroeconómica y financiera requiere políticas fiscales saneadas

Habida cuenta de los problemas que pueden entrañar los desequilibrios fiscales, la obligación de evitar déficits excesivos y mantener una situación presupuestaria sólida a medio plazo es vital para garantizar que las políticas fiscales nacionales sean conducentes a una estabilidad macroeconómica y financiera general. En las décadas previas a la UEM, las políticas fiscales de muchos países europeos se caracterizaron por tasas de crecimiento del gasto insostenibles, aumento de la presión fiscal y constante acumulación de deuda pública. Desde entonces, el tipo de interés de la deuda viva se ha reducido considerablemente, en particular en los países que más se beneficiaron de la eliminación del riesgo cambiario y de la transición a políticas más orientadas a la estabilidad en la UEM. En los primeros años de la UEM, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento cumplió, en general, el objetivo de garantizar la corrección de los déficits excesivos una vez producidos, aunque con retrasos excesivos y gracias a la favorable situación económica. No obstante, el cumplimiento por parte de los Estados miembros de los sólidos objetivos presupuestarios a medio plazo fue, en general, decepcionante. Por lo tanto, tras la crisis financiera, las instituciones europeas han iniciado los trabajos preparatorios para reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y establecer un marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos.

fue menor, y se situó en torno al 37,9% del PIB, mientras que en Japón la ratio de gasto público en relación con el PIB fue aproximadamente del 40,4%.

La proporción relativamente importante del gasto público en el PIB de la zona del euro refleja, concretamente, los elevados niveles 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. 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. De conformidad con el escenario de referencia previsto por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica (2009), la ratio de gasto público asociado al envejecimiento de la población en relación con el PIB en la zona del euro aumentará 5,2 puntos porcentuales durante el período comprendido entre 2007 y 2060, suponiendo que no se produzca ningún cambio en la política económica. Las proyecciones sugieren también que el aumento del gasto público en pensiones podría acelerarse en la zona del euro a partir de 2020 y que experimentaría una cierta desaceleración después de 2050.

... refleja los elevados niveles 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...

El peso del sector de 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 2009, el gasto público en la zona del euro supuso el 50,8% del PIB. En Estados Unidos, dicho gasto

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

Ingresos públicos

mientras que, en Estados Unidos, los impuestos directos representan una proporción mayor de los ingresos tributarios totales.

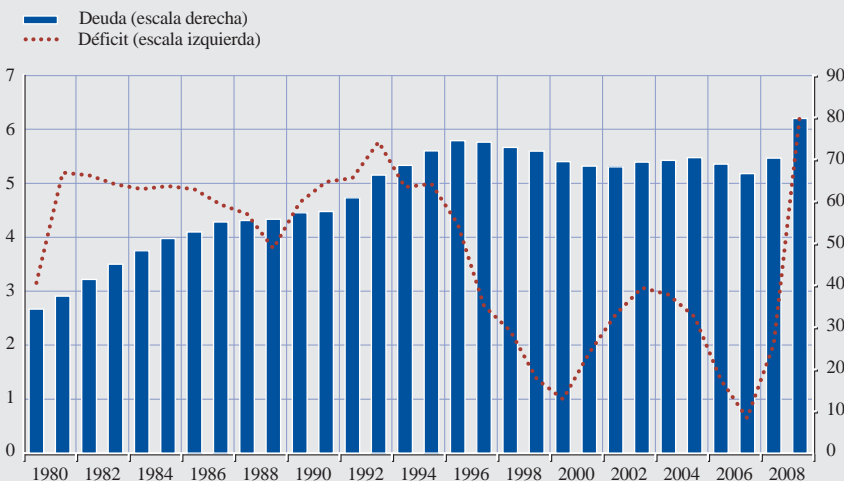
El gasto público superó los ingresos públicos en el conjunto de la zona del euro durante todo el período 1970-2009, de modo que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas registró un déficit en cada uno de estos años. El déficit agregado de la zona del euro aumentó hasta casi el 6% del PIB en 1993, pero fue disminuyendo paulatinamente, hasta situarse en el 1% del PIB en el año 2000 (véase gráfico 2.2). Posteriormente, como resultado, en parte, de las desviaciones del gasto, el déficit público volvió a incrementarse. En 2003, el déficit representaba el 3% del PIB, pero para finales de 2007 se había reducido de nuevo por debajo del 1%, debido principalmente a la favorable situación económica. Por su parte, la deuda bruta de las Administraciones Públicas del conjunto de la zona del euro alcanzó un máximo equivalente al

74% del PIB en el período 1996-1997, tras registrar un aumento constante en las dos décadas anteriores. Tras la estabilización general experimentada durante algunos años, la ratio de deuda se redujo de forma moderada, hasta situarse en el 66% del PIB a finales de 2007. Al mismo tiempo, a escala nacional, las ratios de déficit y de deuda pública siguieron siendo, en muchos casos, demasiado elevadas, habida cuenta de los desafíos planteados por el envejecimiento de la población.

Tras la crisis financiera y económica sin precedentes del período 2008-2009, la ratio de déficit de la zona del euro registró un acusado deterioro, situándose en el 6,3% del PIB en 2009. La zona del euro también experimentó un rápido y pronunciado incremento de la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas —de alrededor de 13 puntos porcentuales en dos años—, hasta alcanzar el 79,1% en 2009. En ese año, catorce países de la zona del euro registraron déficits iguales o superiores

Gráfico 2.2 Déficit y deuda de las Administraciones Públicas en la zona del euro 12

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, BCE 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 (alrededor del 1% del PIB).

al valor de referencia del 3 % del PIB, y en diez países la ratio de deuda sobrepasó el umbral del 60 % del PIB (véase recuadro 2.1). En Estados Unidos, la ratio de déficit aumentó significativamente, hasta el 11,3 % del PIB en 2009, mientras que, en Japón, fue del 8,7 % en ese mismo año. En Estados Unidos, la deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB seguía siendo ligeramente inferior a la de la zona del euro (68,6 % en 2009), mientras que en Japón fue mucho más elevada (180,4 %).

Recuadro 2.1 | Acuerdos institucionales de la UE para garantizar unas finanzas públicas saneadas y sostenibles

Si bien el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) establece una política monetaria única, mantiene las competencias nacionales en otros ámbitos de la política económica, como son las políticas fiscales y estructurales. Sin embargo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 121 del TFUE, los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común. Las Orientaciones generales de política económica son la piedra angular de este marco y la disciplina presupuestaria un pilar fundamental para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Por consiguiente, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea contiene varias disposiciones encaminadas a velar por la aplicación de unas políticas fiscales prudentes y por el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles.

En primer lugar, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíbe expresamente la financiación de los déficits públicos a través de los bancos centrales, así como el ofrecimiento, por parte de las entidades financieras, de cualquier tipo de condiciones preferentes al sector público. Además de aumentar los incentivos para mantener la disciplina presupuestaria, estas disposiciones contribuyen a potenciar la credibilidad de la política monetaria única encaminada al mantenimiento de la estabilidad de precios. Más concretamente, el artículo 123 del TFUE prohíbe al BCE y a los BCN la financiación monetaria de los déficits públicos mediante «la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros (...)». El artículo 124 del TFUE prohíbe cualquier medida que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para los Gobiernos y las instituciones, órganos u organismos de la UE.

Una contribución fundamental al fomento de políticas presupuestarias orientadas hacia la estabilidad la proporciona la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, que establece claramente que ni la UE ni los Estados miembros podrán asumir los compromisos 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. Más concretamente, el apartado 1 del artículo 125 del TFUE dispone que la UE y 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 (...)».

Por otra parte, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea especifica el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, definido en el artículo 126 y en un protocolo

anejo al mismo. Este procedimiento establece las condiciones que deben concurrir para considerar que una situación presupuestaria es saneada. El apartado 1 del artículo 126 del TFUE dispone que «los Estados miembros evitarán déficits 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 de Funcionamiento de la Unión Europea y especificadas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se podrán admitir ratios de déficit o de deuda 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 en última instancia las sanciones, que han de adoptarse en caso de incumplimiento reiterado.

El marco fiscal se mejoró sustancialmente en 1997 con la adopción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que entró en vigor con el inicio de la tercera fase de la UEM. 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, y aseguraría una convergencia rápida de las ratios de deuda hasta que se sitúen en unos niveles prudentes.

El «aspecto preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento introduce un procedimiento más específico de vigilancia multilateral, en virtud del cual los Estados miembros de la zona del euro presentan un programa de estabilidad, y los países no pertenecientes a la zona, un programa de convergencia. Estos programas anuales contienen un resumen de la evolución económica y presupuestaria del país en cuestión, un objetivo a medio plazo para la política fiscal y medidas de ajuste para cumplir dicho objetivo. Además, el «aspecto correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento aclara y simplifica las distintas fases y el calendario del procedimiento de déficit excesivo.

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 2005 introdujo mayor flexibilidad en los procedimientos relacionados con los aspectos preventivo y correctivo. En cuanto al aspecto preventivo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado introdujo mayor discrecionalidad en lo que respecta a la fijación del objetivo a medio plazo y a los progresos que se realicen para alcanzarlo. Por lo que se refiere al aspecto correctivo, se incrementó el grado de discreción aplicable a la hora de determinar la existencia de un déficit excesivo y se ampliaron los plazos de los procedimientos. En su momento, muchos observadores, incluido el BCE, expresaron su preocupación de que estas modificaciones fueran en detrimento de la eficacia del marco fiscal de la UE y de que pusieran en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas de los países de la zona del euro. Tras el acusado deterioro de las posiciones presupuestarias en el período transcurrido hasta 2009, se está volviendo a revisar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el contexto de un reforzamiento más general de la gobernanza económica de la UE y de la zona del euro.

2.4 COMERCIO EXTERIOR

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

Dado que la zona del euro es una economía relativamente abierta, especialmente si se compara con otras grandes economías avanzadas, puede verse afectada significativamente por la evolución de la economía mundial. En 2009, el valor agregado de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios ascendió, en términos nominales, a casi un 38 % del PIB, a diferencia del 26 % y el 25 %, registrados en Japón y Estados Unidos, respectivamente (véase cuadro 2.1). Al mismo tiempo, la zona del euro es una economía mucho menos abierta que la de cada uno de los países que la integran, lo cual tiende a limitar el impacto de la evolución económica exterior sobre el conjunto de la zona y, en particular, de las fluctuaciones de los precios externos sobre los precios internos.

El comercio de bienes representa el porcentaje más alto de los intercambios comerciales fuera de la zona euro

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 2009, la maquinaria y el material de transporte representaron

más del 40% de las exportaciones y constituyeron también el porcentaje más alto de las importaciones (véase cuadro 2.3). El segundo componente en orden de importancia fue el denominado otros productos manufacturados, con una proporción muy similar en las importaciones y en las exportaciones. En 2009, los productos químicos supusieron el 17,5 % de las exportaciones de bienes, pero solo el 10,8 % 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.

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 1996-2009, estos dos países suman casi el 28 % de las importaciones

Distribución geográfica del comercio exterior de la zona del euro

Cuadro 2.3 Comercio exterior de bienes de la zona del euro en 2009

(% sobre el total)	Exportaciones	Importaciones
Comercio total	100	100
<i>del cual:</i>		
Maquinaria y material de transporte	41,0	31,4
Productos químicos	17,5	10,8
Materias primas	2,3	4,0
Energía	4,2	20,1
Alimentación, bebidas y tabaco	7,2	6,7
Otros productos manufacturados	24,8	24,5
Resto de bienes	3,1	2,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 2.4 Ponderaciones del comercio exterior¹⁾ de los 20 principales socios comerciales de la zona del euro

(puntos porcentuales)

1	Reino Unido	14,96
2	Estados Unidos	12,81
3	Otros Estados miembros de la UE ²⁾	11,11
4	China	6,25
5	Suiza	5,42
6	Rusia	4,58
7	Japón	3,75
8	Suecia	3,58
9	Turquía	2,25
10	Dinamarca	2,24
11	Noruega	2,10
12	Corea	1,61
13	Brasil	1,46
14	India	1,18
15	Taiwán	1,18
16	Canadá	1,14
17	Arabia Saudí	1,11
18	Argelia	1,11
19	Singapur	1,03
20	Sudáfrica	0,96

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 1999-2009.

2) Los otros principales socios comerciales que son también Estados miembros de la UE son la República Checa, Chipre, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia hasta 2006. En 2007 se añadieron Bulgaria y Rumanía, mientras que Eslovenia se excluyó de la lista. En 2008 se excluyeron Chipre y Malta.

y las exportaciones totales de la zona del euro (véase cuadro 2.4). En dicho período, la zona del euro aumentó sus relaciones comerciales con otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, que representaron el 11,1% del comercio total de la zona euro, seguidos de los intercambios con China, Suiza y Rusia, con pesos relativos del 6,3%, el 5,4% y el 4,6%, respectivamente.

2.5 ESTRUCTURA FINANCIERA

Financiación directa e indirecta

El sistema financiero desempeña la función económica esencial de canalizar recursos procedentes de los ahorradores

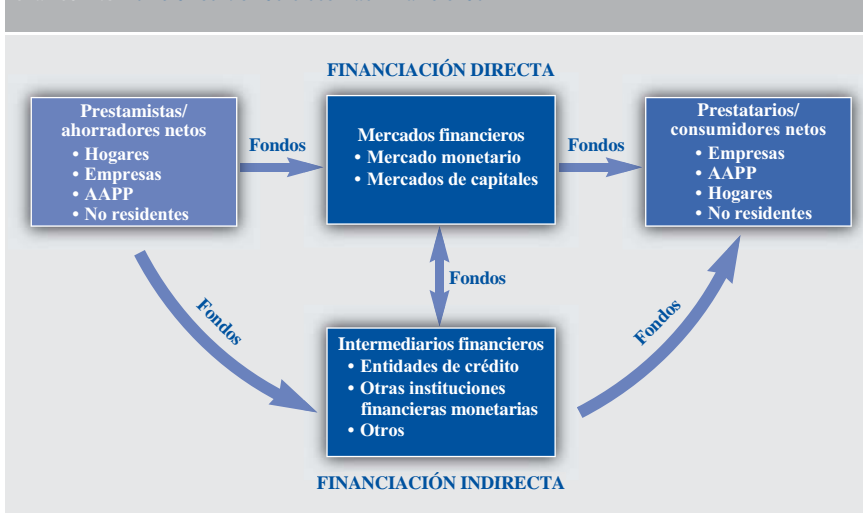
netos (quienes gastan menos de lo que perciben en forma de renta) hacia los consumidores netos (los que gastan por encima de su nivel de ingresos). El gráfico 2.3 presenta un esquema de las funciones del sistema financiero, en el que los principales prestamistas de fondos son, normalmente, los hogares, 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 «de mercado» (el cauce que figura en la parte superior del gráfico 2.3), 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. Cuando los intermediarios financieros desempeñan una función adicional en la canalización de los fondos, se habla de financiación indirecta o «bancaria» (véase parte inferior del gráfico 2.3). 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 indirecta (véase la parte central del gráfico 2.3). 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. Más recientemente, las innovaciones introducidas en los mercados de crédito, como la titulización y los derivados de crédito,

Gráfico 2.3 Funciones de los sistemas financieros



han tenido un impacto significativo. De hecho, al eliminar de sus balances el riesgo de los préstamos de las sociedades y de los hogares, las entidades de crédito han asumido progresivamente un nuevo papel, pasando de su función más tradicional de transformación de activos a una situación en la que, cada vez más, gestionan y negocian el riesgo de crédito a través de los mercados financieros. El otro cambio estructural de importancia que ha afectado a las finanzas corporativas en los últimos años ha sido el crecimiento de los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, las empresas de seguros, los fondos de capital inversión y los fondos de inversión libre (*hedge funds*). Estos inversores han modificado los canales de finan-

ciación disponibles para las empresas y han cambiado el conjunto de sus incentivos.

Antes de describir con más detalle los mercados financieros en los que tiene lugar la financiación directa y los intermediarios financieros que participan en la financiación indirecta, se presenta, en el cuadro 2.5, un resumen de los principales activos y pasivos financieros de los sectores no financieros de la zona del euro en términos de porcentajes de los saldos vivos totales a finales de 2009, que constituyen los «saldos» de las cuentas financieras trimestrales.

En el cuadro 2.5 figura el total de activos financieros, que ascendía a

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

**Total de activos
financieros**

Cuadro 2.5 Principales activos y pasivos financieros de los sectores no financieros de la zona del euro a finales de 2009¹⁾		
(saldos vivos)		
Algunos activos financieros	mm de euros	%
<i>Total</i>	20.889,3	100,0
<i>Efectivo y depósitos</i>	8.858,0	42,4
Efectivo	656,0	3,1
Depósitos en	8.202,0	39,3
IFM de la zona del euro	7.691,1	36,8
Instituciones distintas de IFM	510,8	2,4
<i>Valores distintos de acciones</i>	2.169,0	10,4
A corto plazo	181,2	0,9
A largo plazo	1.988,1	9,5
<i>Acciones²⁾</i>	4.236,0	20,3
Acciones cotizadas	2.329,1	11,1
Participaciones en fondos de inversión	1.906,6	9,1
de las cuales en fondos del mercados monetario	473,8	2,3
<i>Reservas técnicas de seguro</i>	5.627,0	26,9
Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	5.137,1	24,6
Reservas para primas y reservas para siniestros	489,4	2,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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.

Cuadro 2.5 (Cont.)		
(saldos vivos)		
Algunos pasivos financieros	mm de euros	%
<i>Total</i>	26.437	100,0
<i>Préstamos</i>	15.467	58,5
a) Recibidos de		
IFM de la zona del euro	10.668	40,4
a corto plazo	1.570	5,9
a largo plazo	9.098	34,4
Otros intermediarios financieros	4.799	18,2
b) Concedidos a		
Administraciones Públicas	1.350	5,1
a corto plazo	185	0,7
a largo plazo	1.165	4,4
Sociedades no financieras	8.313	31,4
a corto plazo	2.385	9,0
a largo plazo	5.928	22,4
Hogares ³⁾	5.805	22,0
a corto plazo	358	1,4
a largo plazo	5.447	20,6
<i>Valores distintos de acciones</i>	6.996	26,5
Administraciones Públicas	6.175	23,4
a corto plazo	1.008	3,8
a largo plazo	5.167	19,5
Sociedades no financieras	821	3,1
a corto plazo	304	1,2
a largo plazo	517	2,0
<i>Acciones cotizadas</i>		
emitidas por sociedades no financieras	3.430	13,0
<i>Depósitos</i>		
pasivos de la Administración Central	212	0,8
<i>Reservas de fondos de pensiones</i>		
de sociedades no financieras	332	1,3

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

20.890 mm de euros (alrededor del 233% del PIB anual de la zona del euro) a finales de 2009. El efectivo y los depósitos representaban en torno al 42% de esta cifra, mientras que los valores distintos de acciones y las acciones sumaban, en total, alrededor del 31%. 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 el 27% restante.

Los principales pasivos del cuadro 2.5 ascendían a 26.440 mm de euros (295% del PIB) a finales de 2009.

Total de pasivos financieros

Los préstamos representaban el 59% de los pasivos totales, mientras que los valores, incluidas las acciones cotizadas, suponían cerca del 40% de las fuentes de financiación de los sectores no financieros. La mayor parte de la financiación (casi el 81% 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 monetarios, de renta fija y de renta variable de la zona del euro. En el recuadro 2.2 se definen algunos términos básicos relacionados con los mercados financieros.

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 una emisión (mercado primario) o a una negociación posterior entre los tenedores de los valores (mercado secundario). 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), aquel en el que los intermediarios compran y venden valores a otras contrapartes de forma bilateral.

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 monetario 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 directamente el Eurosistema, a través de sus operaciones de política monetaria (véase capítulo 4). Dado que el BCE tiene el monopolio de la oferta de activos de liquidez, 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 en las que las entidades de crédito y otros participantes en el mercado de dinero cruzan operaciones.

Además, en lo que respecta a los instrumentos de los mercados monetario y de capitales, se distingue entre instrumentos «con garantía» y «sin garantía». Por ejemplo, en el mercado monetario, el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor) se refiere a los préstamos sin garantía, mientras que los préstamos con garantía suelen adoptar la forma de «cesiones temporales», en las que el prestatario pignora una garantía. Cuando se exige que el valor de la garantía sea superior al de los fondos obtenidos en préstamo, se denomina un «recorte». En el mercado de capitales existen los valores garantizados, por ejemplo, en forma de «bonos garantizados», en cuyo caso, la promesa del emisor de rescatar el bono a su vencimiento está respaldada por una garantía específica. El conjunto de activos de garantía («cover pool»), que normalmente incluye hipotecas, ofrece protección adicional frente a un impago.

Otra clasificación ampliamente utilizada se basa en la forma del instrumento financiero negociado en un mercado. Una distinción importante es la que diferencia los mercados de renta variable de los de renta fija. La principal diferencia entre la renta variable y la renta fija estriba en que la primera no tiene que ser reembolsada por el emisor, mientras que

la renta fija comprende instrumentos financieros que, habitualmente, hay que reembolsar (por importes específicos, a un determinado tipo de interés y en una fecha concreta).

Los «derivados» constituyen otra importante categoría de instrumentos financieros. Se trata de 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 pueden facilitar el funcionamiento de los mercados financieros porque se pueden utilizar para mejorar la valoración y la asignación de los riesgos financieros. No obstante, los errores de valoración y las consiguientes variaciones de los precios de los derivados financieros pueden inducir una mayor variabilidad en los precios de otros activos.

Integración del mercado monetario

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 instrumentos de esta política (véase capítulo 4). Un mercado monetario desarrollado e integrado es requisito imprescindible para una política monetaria eficiente, en la medida en que asegura la homogeneidad de la distribución de la liquidez del banco central y del nivel de los tipos de interés a corto plazo en toda la 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. Las turbulencias que sufrieron los mercados financieros en agosto de 2008 y la consiguiente crisis supusieron un fuerte desafío para el funcionamiento del mercado monetario en la medida en que afectaron directamente a las relaciones interbancarias mediante un aumento del riesgo de liquidez y del riesgo de contraparte. El BCE adoptó medidas no convencionales para ayu-

dar a los bancos a conceder crédito a la economía real, fomentando así el funcionamiento de un eficiente mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase recuadro 5.1).

A la rápida creación 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 gestión y el control de TARGET son competencia del Consejo de Gobierno del BCE.

El mercado monetario de la zona del euro comprende varios segmentos «al contado», siendo el más importante el relativo a operaciones sin garantías, especializado básicamente en gestionar las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y, por lo tanto, este

Función de los sistemas de pago

Segmentos de operaciones sin garantías del mercado monetario

tipo de operaciones se concentran, principalmente, en los vencimientos a corto plazo. 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 euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro).

este mercado se redujo por tercer año consecutivo en el segundo trimestre de 2010. Este descenso sostenido puede explicarse, principalmente, por el impacto adverso de la crisis financiera que sigue afectando a las actividades interbancarias y por el entorno de exceso de liquidez registrado en el mercado interbancario del euro como resultado de los elevados volúmenes de adjudicación de las operaciones de financiación del BCE realizadas con adjudicación plena. Las caídas más notables de la actividad se produjeron en los *swaps* del eonia y en los segmentos del mercado de operaciones sin garantías. La contracción experimentada en el volumen de estas operaciones podría explicarse, en parte, por el continuo desplazamiento de las actividades hacia la financiación con garantías, como resultado de la tendencia a evitar el riesgo de contraparte, y por el descenso de la demanda de liquidez, como consecuencia del entorno de exceso de liquidez imperante en el segundo trimestre de 2010. También hay indicios de que un porcentaje cada vez mayor de la financiación a plazo de las entidades de crédito se produjo mediante la emisión de valores a corto plazo y no a través de la captación de depósitos interbancarios.

El mercado de operaciones con garantías siguió siendo el segmento de mayor magnitud del mercado monetario del euro y continuó creciendo en el segundo trimestre de 2010. El aumento del volumen de operaciones tuvo su origen en los plazos inferiores o iguales a un mes, que siguieron constituyendo la mayor parte del mercado con garantías. El incremento se explica, en gran medida, por la tendencia sostenida a la reducción del riesgo de contraparte. Por lo que respecta a los segmentos de derivados, en los cuatro últimos años se ha producido

Segmentos de operaciones con garantías del mercado monetario

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. En los últimos años, el mercado de *repos* se ha desarrollado hasta tal punto que se ha convertido en el segmento más importante del mercado monetario de la zona del euro. Los *repos* y los *swaps* de divisas se concentran, principalmente, en los plazos inferiores a un mes.

Mercados de derivados

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 acuerdos sobre tipos de interés futuros, y a futuros y opciones, donde los instrumentos que más se negocian son *swaps* del eonia y futuros sobre el euríbor.

Evolución del mercado monetario de la zona del euro hasta mediados de 2010

Desde su creación hasta 2007, el mercado monetario del euro registró tasas (medias) de crecimiento interanual sustanciales. No obstante, el panorama cambió ligeramente con el inicio de las turbulencias financieras en 2007. De acuerdo con los datos de la encuesta Euro Money Market Survey del BCE, el volumen de operaciones agregado en

un notable descenso en el segmento de *swaps* del eonia, que solía ser el más líquido. Este descenso se ha debido, principalmente, a la necesidad de las entidades de crédito de reducir sus balances como consecuencia de las turbulencias financieras y a la relativa estabilidad de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. Por otra parte, ha aumentado la importancia de los segmentos de acuerdos sobre tipos de interés futuros y de *swaps* de divisas. Aunque las turbulencias financieras han supuesto un desafío para la integración de los mercados, los datos del BCE muestran que los segmentos del mercado monetario del euro siguen estando, en general, sumamente integrados.

Mercados de renta fija

El mercado monetario incluye también el mercado de valores a corto plazo (es decir, pagarés de empresa, certificados de depósito, etc.). El saldo vivo total de este tipo de valores emitidos por residentes en la zona del euro aumentó de forma constante durante la última década, alcanzando un máximo en la primavera de 2009. A raíz de las recientes turbulencias financieras, el

mercado de renta fija a corto plazo ha experimentado una ligera contracción, registrando a finales de 2009 un saldo vivo de 1.625 mm de euros, es decir, un 18,1% del PIB de la zona del euro (véase cuadro 2.6). Esta cifra sigue siendo el doble de la registrada a comienzos de la década y pone de manifiesto el sustancial desarrollo de este segmento del mercado que, a pesar de algunas mejoras, sigue siendo uno de los mercados financieros más fragmentados de la zona del euro. Durante la última década, las instituciones financieras monetarias tendieron a ser, con mucho, el emisor más importante, representando más de la mitad de las emisiones totales. Tras la crisis financiera, y al agudizarse las necesidades de financiación a corto plazo del sector público, la participación de este último en las emisiones aumentó de nuevo, alcanzando casi la mitad de las emisiones totales a finales de 2009.

Los valores de renta fija a largo plazo denominados en euros representaron alrededor del 90% del total de este tipo de valores emitidos por residentes en la zona del euro durante la última década. A diferencia de los vencimientos

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

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

Cuadro 2.6 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))

	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Instituciones financieras monetarias	111 (2,0)	315 (4,7)	482 (5,9)	788 (8,7)	822 (8,9)	733 (8,2)
Instituciones financieras no monetarias	4 (0,1)	6 (0,1)	19 (0,2)	37 (0,4)	66 (0,7)	75 (0,8)
Sociedades no financieras	45 (0,8)	90 (1,3)	79 (1,0)	100 (1,1)	116 (1,2)	71 (0,8)
Sector público	322 (5,8)	254 (3,8)	367 (4,5)	363 (4,0)	591 (6,4)	746 (8,3)
Total	482 (8,7)	665 (9,8)	947 (11,6)	1.287 (14,3)	1.595 (17,2)	1.625 (18,1)

Fuente: BCE.

a corto plazo, el saldo vivo de este tipo de instrumentos siguió aumentando durante las recientes turbulencias financieras, hasta situarse en 13.677 mm de euros a finales de 2009, es decir, un 152,5% del PIB, frente al 97,6% registrado diez años antes (véase cuadro 2.7). El sector público (compuesto por la Administración Central y otras Administraciones Públicas) es el principal emisor de renta fija (deuda) a largo plazo en términos de volumen, aunque la participación del sector de IFM aumentó rápidamente en la segunda mitad de la década anterior. Más recientemente, en el contexto de las turbulencias financieras, la importancia relativa de los valores de renta fija a largo plazo emitidos por las IFM se redujo ligeramente. Por el contrario, cobraron extraordinaria importancia las emisiones realizadas por las instituciones financieras no monetarias, como consecuencia del recurso a las titulizaciones por parte de entidades de propósito especial patrocinadas por los bancos. En comparación, las emisiones de valores de renta fija de las sociedades no financieras de la zona del euro no aumentaron mucho durante la mayor parte de la última década, pasando del 6,2% del

PIB antes de las turbulencias financieras al 8,3% a finales de 2009. Si bien esta evolución podría explicarse en razón de las notables mejoras de las condiciones de financiación para las empresas en el mercado de capitales, también podría reflejar, en parte, la menor disponibilidad de financiación bancaria como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos bancarios durante el período de turbulencias.

La emisión de valores de renta fija sigue siendo menor en la zona del euro que en Estados Unidos y en Japón. Los saldos vivos a finales de 2009 ascendían al 155% del PIB en la zona del euro, en comparación con un 176% y un 225% del PIB en Estados Unidos y en Japón, respectivamente (véase cuadro 2.8). La elevada cifra alcanzada en Japón puede explicarse por el tamaño del mercado de deuda pública, que es más del doble de grande que el de Estados Unidos o la zona del euro. El recurso a la financiación mediante deuda en forma de emisiones de valores por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro representa un porcentaje del PIB significativamente

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 a largo plazo denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro

(a fin de año; mm de euros; (% del PIB))						
	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Instituciones financieras monetarias	1.012 (18,2)	2.462 (36,3)	3.629 (44,6)	4.261 (47,3)	4.450 (48,1)	6.646 (51,8)
Instituciones financieras no monetarias	76 (1,4)	370 (5,5)	934 (11,5)	1.467 (16,3)	2.104 (22,7)	3.151 (35,1)
Sociedades no financieras	173 (3,1)	341 (5,0)	508 (6,2)	556 (6,2)	593 (6,4)	743 (8,3)
Sector público	1.162 (20,9)	3.402 (50,2)	4.266 (52,4)	4.497 (49,9)	4.687 (50,6)	5.137 (57,3)
Total	2.424 (43,6)	6.575 (97,0)	9.337 (114,6)	10.782 (119,7)	11.834 (127,8)	13.677 (152,5)

Fuente: BCE.

Cuadro 2.8 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 de 2009

(en porcentaje del PIB)

	Total	Emitidos por instituciones financieras	Emitidos por sociedades no financieras	Emitidos por las AAPP
Zona del euro	154,6	81,8	7,8	64,9
Estados Unidos	175,8	89,8	19,5	66,5
Japón	224,8	21,1	15,3	188,2

Fuentes: BCE y BPI.

menor que en Estados Unidos y en Japón. A finales de 2009, el saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por el sector de sociedades no financieras de la zona del euro se situaba en torno al 8% del PIB, mientras que en Estados Unidos y en Japón ascendía al 19,5% y al 15,3% 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 o sin calificación alguna, siguen estando relativamente poco desarrollados. En comparación con Estados Unidos, son menos numerosas las sociedades no financieras de la zona del euro que reciben calificaciones crediticias, lo que limita su acceso al mercado de renta fija privada.

Mercado de renta variable

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

Por lo que respecta al mercado de renta variable, un indicador que se utiliza habitualmente para medir su im-

portancia es la capitalización bursátil de las acciones cotizadas 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 56% del PIB a finales de 2009, alcanzando en dos ocasiones máximos cercanos al 85% en las dos últimas décadas (a finales de 2000 y 2007), pero registrando una abrupta caída hasta un mínimo histórico del 38% a finales de 2008 (véase cuadro 2.9). La elevada volatilidad y los desplomes de las cotizaciones bursátiles en todo el mundo, a raíz de una serie de acontecimientos que han reconfigurado por completo el panorama financiero, y del deterioro de la situación macroeconómica mundial han deprimido notablemente los precios de las acciones y han dado lugar a un descenso de la capitalización bursátil. Por el contrario, 2009 se caracterizó por un impresionante repunte de dichos precios a escala mundial, estimulado por la recuperación de la confianza y la

Cuadro 2.9 Capitalización bursátil en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(a fin de año, en porcentaje del PIB)

	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Zona del euro	21	27	63	86	50	80	84	38	55
Estados Unidos	54	93	144	153	104	146	142	81	106
Japón	97	67	63	68	53	106	99	64	65

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores.

reducción de la aversión al riesgo entre los inversores. En este sentido, las medidas adoptadas a gran escala por los Gobiernos y los bancos centrales fueron un importante factor determinante. En comparación con los niveles de finales de 2008, los principales índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón aumentaron en torno a 17, 24 y 1 puntos porcentuales, alcanzando la capitalización bursátil el 55 %, el 106 % y el 65 % de los respectivos PIB.

Desde la introducción del euro se han puesto en marcha numerosas iniciativas para formar alianzas o fusionar las actividades de los mercados bursátiles de cada uno de los países de la zona del euro. Parece que los participantes en dichos mercados también están tomando cada vez más en consideración los factores económicos comunes a la zona en su conjunto. Las fortísimas oscilaciones de las cotizaciones bursátiles observadas últimamente no parecen haber tenido un impacto apreciable sobre el grado de integración transfronteriza de los mercados de renta variable europeos. Entre 2001 y 2007, los inversores de la zona del euro aumentaron sus tenencias de acciones emitidas en otros países de la zona, cuya proporción pasó del 22 % al 33 % del total de sus carteras de activos de renta variable de la zona del euro. Además, en 2008, este porcentaje volvió a incrementarse de forma muy notable hasta situarse en el 38 %. No obstante, desde 2001, la proporción de este tipo de activos en poder de no residentes en la zona del euro se ha mantenido en un nivel mucho más reducido y solo ha crecido marginalmente. Los trasvases de cartera en detrimento de la renta variable nacional y a favor de la renta variable emitida en otros países de la zona se debieron también a la contribución de los inversores institucionales. De hecho, los fondos de inversión incrementaron el porcentaje de su cartera total de acciones y otras participaciones

...aunque es menor que en Estados Unidos

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 50 puntos porcentuales en 2009. Por el contrario, en Japón la capitalización bursátil se redujo desde el 97 % del PIB en 1990 hasta el 65 % del PIB en 2009, alcanzando un máximo del 106 % del PIB en 2006.

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

Otro indicio de la creciente importancia del mercado de renta variable lo proporcionan las estadísticas sobre el número de sociedades cotizadas, que, en la zona del euro, se incrementó desde 4.276 a finales de 1990 hasta 6.445 a finales de 2009 (véase cuadro 2.10). A efectos de comparación, el número de sociedades cotizadas en Estados Unidos y en Japón a finales de 2009 era de 5.179 y 2.335, respectivamente.

Cuadro 2.10 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	2002	2006	2007	2008	2009
Zona del euro	4.276	5.106	4.546	5.516	6.651	6.392	6.601	6.686	6.445
Estados Unidos	6.765	8.160	8.461	7.851	6.586	6.005	5.965	5.472	5.179
Japón	1.752	1.791	1.890	2.096	2.153	2.416	2.414	2.390	2.335

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores.

(excluidas las participaciones en fondos de inversión) emitidas por residentes de la zona del euro en países distintos al país de residencia del fondo desde el 17% registrado en 1998 hasta cerca del 25% a finales de 2009. Las recientes turbulencias financieras solo han afectado ligeramente a la distribución de la inversión de la zona del euro.

2.7 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Entidades de crédito y otras instituciones financieras monetarias (IFM)

Los intermediarios financieros se agrupan en dos grandes categorías: instituciones financieras monetarias (IFM) y otros intermediarios financieros (OIF). Las primeras comprenden el Eurosistema (el BCE y los BCN de los países que han adoptado el euro), las entidades de crédito y otras entidades (principalmente fondos del mercado monetario), cuya actividad consiste en recibir depósitos de entidades distintas de las IFM y conceder créditos y/o invertir en valores. La gran mayoría de IFM de la zona del euro son entidades de crédito (es decir, bancos comerciales, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, cajas postales, entidades de crédito de ámbito operativo limitado, etc.), definidas con claridad en dos directivas sobre coordinación bancaria⁷ y sujetas a nor-

mas 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 capítulo 4). Dado que conceden créditos a los hogares y a las empresas, en base, principalmente, al crédito recibido del banco central, estas entidades resultan cruciales para la transmisión de las decisiones de política monetaria a la economía (véase capítulo 3).

A finales de 2010 había 6.334 entidades de crédito residentes en la zona del euro, que representaban el 80% del total de IFM de la zona (véase cuadro 2.11). El 20% restante lo componían, en su mayoría, los fondos del mercado monetario, con 1.474 entidades. Pese a la ampliación de la zona del euro con la incorporación de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre y Malta (2008), Eslovaquia (2009) y Estonia (2011), el número de IFM de la zona del euro se ha reducido casi un 20% desde la introducción de la moneda única. Ello refleja los efectos del actual proceso de concentración en el sector bancario europeo. La tendencia a la concentración en el sector de entidades de crédito es una respuesta a los cambios en las condiciones de los mercados, impulsados por diversos

Desciende el número de IFM por la concentración financiera

Definición de entidades de crédito y de IFM

⁷ Se entiende por «entidad de crédito» toda entidad que se ajuste a la definición incluida en las Directivas sobre Coordinación Bancaria 77/80/CEE de 12 de diciembre de 1977 y 89/646/CEE de 30 de diciembre de 1989, es decir, «una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia».

Cuadro 2.11 Número de instituciones financieras monetarias de la zona del euro

(a fin de año)

	2000	2004	2008	2010
Entidades de crédito	7.521	6.406	6.570	6.334
Fondos del mercado monetario	1.651	1.670	1.721	1.474
Bancos centrales y otras entidades	21	19	19	20
Total IFM	9.193	8.095	8.310	7.828

Fuente: BCE.

factores, como el desarrollo tecnológico, la desregulación, la liberalización y la globalización. Es probable que la introducción del euro haya estimulado esta evolución al aumentar la transparencia allende las fronteras nacionales. Alemania y Francia concentraban el 41,1% de todas las IFM de la zona del euro, porcentaje que prácticamente no ha variado con respecto al momento en que se adoptó la moneda única.

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 un balance consolidado de las IFM para el conjunto de la zona. El balance agregado, que es la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona, 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

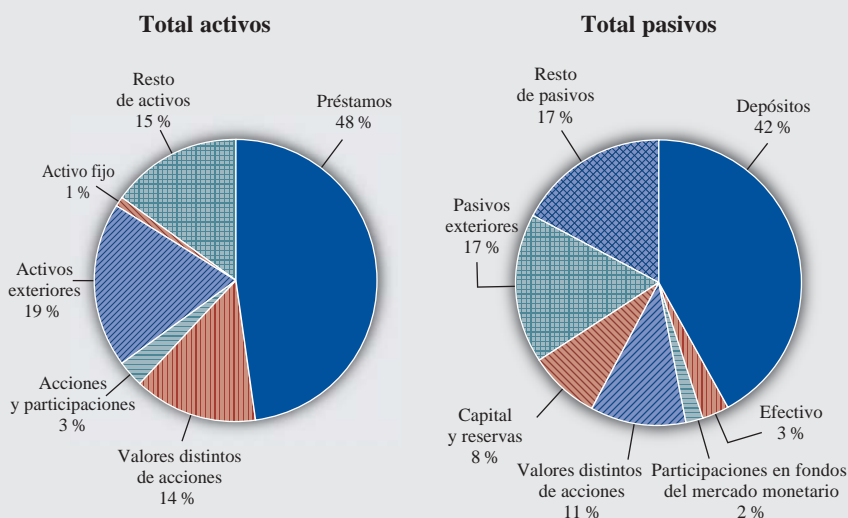
útil para evaluar la integración de los sistemas financieros y la importancia del mercado interbancario. El balance consolidado de las IFM, que se obtiene compensando las posiciones entre las IFM de la zona del euro que figuran en el balance agregado, proporciona la base para el análisis periódico de la evolución monetaria y crediticia en la zona, incluidos los agregados monetarios (véase recuadro 2.3).

El gráfico 2.4 muestra la composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema, a finales del año 2010. Los depósitos representaban el 42% de los pasivos totales. Otras partidas importantes del pasivo eran los pasivos exteriores y los valores distintos de acciones, que ascendían al 17% y al 11%, respectivamente, de los pasivos totales de las IFM. A finales de 2010, los préstamos constituían el 48% de los activos totales de las IFM, el porcentaje más alto, puesto que los activos

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

Gráfico 2.4 Composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro (incluido el Eurosistema) a finales de 2010

(distribución porcentual en el balance total)



Fuente: BCE.

exteriores suponían el 19% del total y los valores distintos de acciones, junto con las acciones y participaciones, sumaban el 14%.

Recuadro 2.3 Agregados monetarios

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

Los agregados monetarios de la zona del euro utilizados por el BCE se basan en una definición armonizada 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 Central¹.

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 2.12 presenta las definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro. M1 comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, que pueden convertirse inmediatamente en dinero o utilizarse para pagos que no se hacen en efectivo.

¹ Aunque no se considera que la Administración Central forme parte del sector emisor de dinero, los pasivos de carácter monetario mantenidos por la Administración Central (por ejemplo, los depósitos de los hogares en entidades postales) se incluyen como partida especial en la definición de los agregados monetarios debido a su elevada liquidez.

Cuadro 2.12 Definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro

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

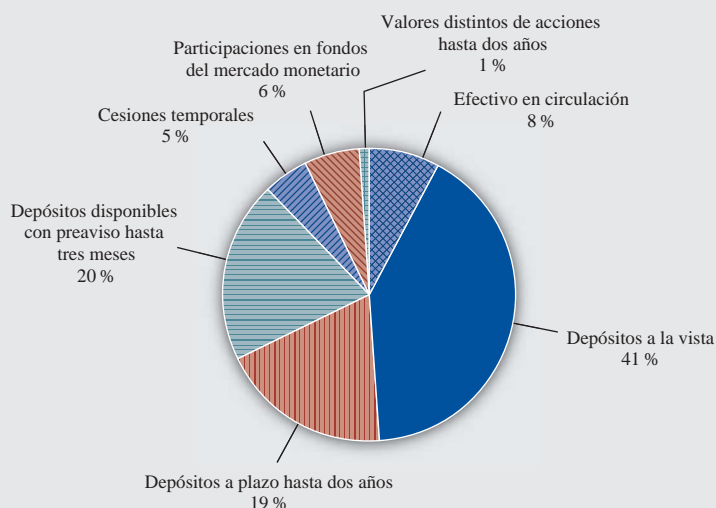
M2 incluye, además, los depósitos que pueden convertirse en componentes del agregado estrecho, pero con algunas restricciones, tales como la necesidad de notificación previa, penalizaciones y comisiones. Por último, M3 comprende M2 y algunos valores negociables emitidos por el sector de IFM residentes. 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 del 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 estos se mantengan en IFM radicadas en la zona del euro.

Dado que la definición de agregados monetarios adoptada por el BCE solo 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 la 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 2.5 muestra la distribución porcentual de M3 por componentes en diciembre de 2010. Los depósitos a la vista representaban el porcentaje mayor, un 41 % de M3. Los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses suponían el 19 % y el 20 %, respectivamente. El porcentaje correspondiente al

Gráfico 2.5 Distribución porcentual de M3 por componentes a finales de 2010



Fuente: BCE.

efectivo en circulación era del 8%, y el 6% correspondía a las participaciones en fondos del mercado monetario. Por último, las cesiones temporales y los valores distintos de acciones con período de vencimiento hasta dos años representaban el 5% y el 1% de M3, respectivamente.

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

Los depósitos bancarios de la zona del euro ascendían al 132% del PIB a finales de 2009 (véase cuadro 2.13), porcentaje superior al de Estados Unidos (64% del PIB) e inferior al de Japón (215% del PIB). Al mismo tiempo, los préstamos bancarios se cifraban en un 142% del PIB en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos y en Japón representaban el 56% y el 145%, respectivamente. Estos porcentajes son indicativos de la importancia de la intermediación 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 50% del PIB a finales de 2009, tanto en la zona del euro como en Japón. Por el contrario, en Estados Unidos ascendían al 22% del PIB. Ello refleja la importancia de los mercados de capitales en las decisiones de financiación de las empresas en la zona del euro y Japón, mientras que, en Estados Unidos, el sector de sociedades no financieras suele recurrir, en mucha

mayor medida, a las fuentes de financiación no bancarias.

Otros intermediarios financieros

Los intermediarios financieros que entran dentro de esta categoría también prestan servicios financieros a los hogares y a las sociedades no financieras y negocian por cuenta propia en los mercados financieros. El sector de otros intermediarios financieros incluye las empresas de seguros y los fondos de pensiones, los auxiliares financieros, los fondos de inversión, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros y las instituciones financieras que participan en operaciones de préstamo. El sector incluye, además, las entidades creadas por las IFM para facilitar la titulización de los préstamos que, de otra manera, se mantendrían en el balance de las IFM. La diferencia fundamental entre los OIF y las IFM es que estas últimas pueden captar depósitos del público, mientras que los primeros se financian por otros medios, como la emisión de valores. Por otra parte, están sujetos a requisitos menos estrictos

Los otros intermediarios financieros han cobrado considerable importancia en los últimos años

Cuadro 2.13 Depósitos y préstamos bancarios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón a finales de 2009

(en porcentaje del PIB)

	Depósitos bancarios ¹⁾	Préstamos bancarios	Préstamos bancarios a sociedades no financieras
Zona del euro	131,9	141,5	52,4
Estados Unidos ²⁾	63,7	55,6	22,0
Japón	215,2	145,3	47,4

Fuentes: Cuentas de la zona del euro (BCE); cuentas de flujos de fondos (Reserva Federal de Estados Unidos); cuentas financieras (Banco de Japón).

1) Consolidados (es decir, excluidos depósitos intrabancarios estimados).

2) Las entidades de crédito de Estados Unidos incluyen bancos comerciales, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

en materia de regulación y, por lo tanto, pueden adoptar las innovaciones financieras más rápidamente que las IFM. Al igual que estas, los otros intermediarios financieros forman parte del sector tenedor de dinero y cualquier aumento de su balance se traduce automáticamente en una expansión de los balances de las IFM. En consonancia con la liberalización y la innovación financieras, los activos totales en poder de los fondos de inversión crecieron sustancialmente entre 2003 y 2007, pasando de alrededor del 50 % del PIB en 2003 al 60 % a comienzos de 2007. No obstante, como resultado de la crisis financiera, esta cifra se redujo hasta un nivel equivalente al 51 % del PIB de la zona del euro a finales de 2009. Con todo, sigue siendo comparativamente mucho menor que la importancia relativa de los activos de las IFM, que representaban el 269 % del PIB de la zona del euro a finales de 2009.

2.8 DIVERSIDAD ECONÓMICA

La zona del euro registra moderados diferenciales de inflación y de crecimiento del producto

Los diferenciales de inflación y de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro son moderados y están, en general, en consonancia con los de otras grandes áreas monetarias, como Estados Unidos. Dichos diferenciales pueden tener su origen en divergencias en las tendencias demográficas, procesos de convergencia dilatados o ajustes en curso que dan lugar a una asignación más eficiente de los recursos. No obstante, la persistencia de diferenciales de inflación y de crecimiento en los distintos países de la zona del euro durante períodos más largos, si está inducida por ineficiencias estructurales o el desajuste de las políticas nacionales, puede ser preocupante y sería necesario corregirla mediante los oportunos

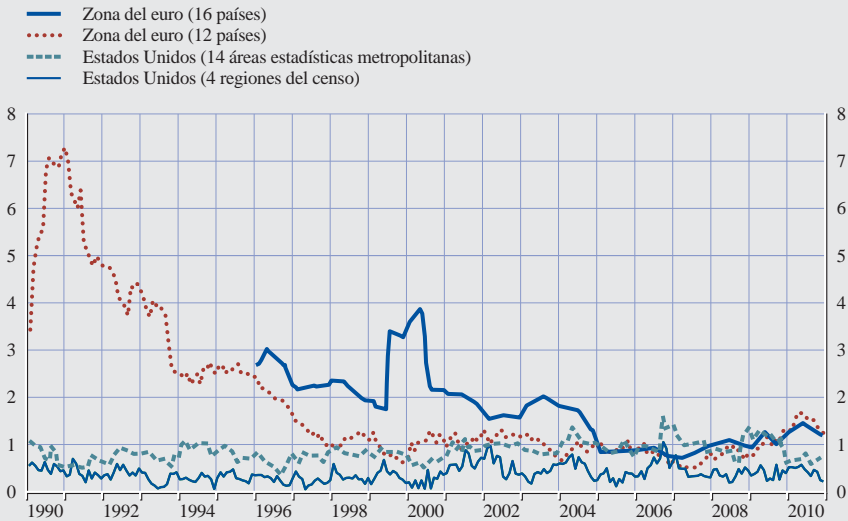
ajustes de dichas políticas. Para calibrar mejor el impacto de la ampliación de la zona del euro en los indicadores disponibles de dispersión, se ilustra, a continuación, la heterogeneidad de los doce países que introdujeron los billetes y monedas en euros en 2002 y de los 16 que integraban la zona del euro en 2010.

En el gráfico 2.6 se presenta la dispersión de la inflación en la zona del euro y Estados Unidos, basada en la desviación típica sin ponderar. La curva correspondiente a los doce países de la zona muestra una dispersión estable, en general, de la inflación medida por el IAPC desde finales de los años noventa, que se sitúa en un nivel similar al de las 14 áreas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos, pero por encima de la observada para las cuatro regiones del censo de este país. En 2009 y en los primeros meses de 2010, la dispersión de la inflación en la zona del euro experimentó un ligero aumento, como consecuencia de las diferencias entre países con respecto al alcance y al momento del impacto de la recesión económica y la recuperación, así como a las medidas de política fiscal adoptadas (incluidos los aumentos de los impuestos indirectos). Este aumento subraya la necesidad de ajustes en la política económica interna para hacer frente a los desequilibrios acumulados previamente a nivel nacional, que ya han comenzado a realizarse. En el segundo semestre de 2010, la dispersión de la inflación en la zona del euro se redujo y, a comienzos de 2011, se situaba en un nivel próximo a la media de los diez últimos años. Si se incluyen Eslovenia (miembro de la zona del euro desde 2007), Chipre y Malta (miembros desde 2008) y Eslovaquia (miembro desde 2009), el nivel de dispersión de los 16 países integrantes

Dispersión de la inflación interanual

Gráfico 2.6 Dispersión de la inflación interanual en los países de la zona del euro y Estados Unidos

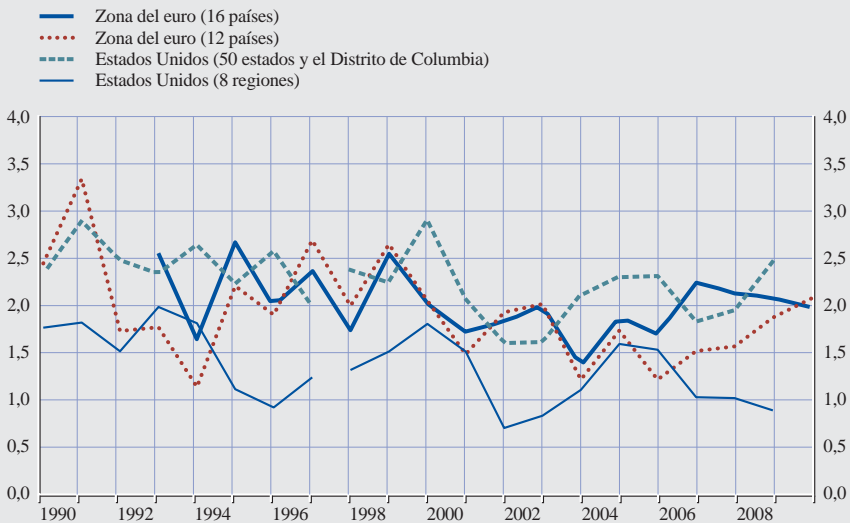
(desviación típica sin ponderar en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 2.7 Dispersión del crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro y Estados Unidos¹⁾

(desviación típica sin ponderar en puntos porcentuales)



Fuentes: Previsiones de otoño de 2010 de la Comisión Europea y US Bureau of Economic Analysis (BEA).

1) Los datos regionales de Estados Unidos presentan una ruptura estadística en 1998. Para los estados y regiones de Estados Unidos, los datos se refieren al PIB por estado. Las ocho regiones corresponden a la definición del BEA y abarcan todo el país. Los datos relativos a Eslovaquia comienzan en 1992.

de la zona del euro converge gradualmente hacia el de los 12 países miembros que la componían originalmente. No obstante, es preciso tener en cuenta las dificultades que entraña la comparación de entidades geográficas y datos (no armonizados).

Dispersión del crecimiento del PIB real

Con respecto al crecimiento del PIB real, el gráfico 2.7 muestra la dispersión del crecimiento del producto en la zona del euro y Estados Unidos, basada en la desviación típica sin ponderar. La línea correspondiente a los doce países de la zona del euro muestra una dispersión estable, en general, del crecimiento del producto en los años noventa, que, a partir de entonces, se redujo lige-

ramente. Más recientemente, la dispersión del crecimiento aumentó de forma moderada, situándose de nuevo en los niveles observados a principios de la década de 2000. Si se incluyen Eslovenia, Chipre, Malta y Eslovaquia, la dispersión en los 16 países de la zona del euro fue muy similar a la de los 12 países originales desde 1994, aunque en los últimos años ha sido mayor. Como puede observarse, la dispersión del crecimiento en la zona del euro ha sido bastante similar a la registrada en Estados Unidos. También en este caso, hay que tener en cuenta las dificultades que entraña la comparación de entidades geográficas y datos (no armonizados).

3 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En este capítulo se describe la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (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 secciones siguientes se explican con más detalle los aspectos fundamentales de la estrategia del BCE. En la última sección se describe la manera en que la estrategia de política monetaria del BCE ha servido de orientación en las decisiones adoptadas durante la crisis financiera mundial.

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 influye en la economía, ya que 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.

La neutralidad del dinero es una proposición ampliamente aceptada y validada empíricamente por los economistas. A largo plazo, es decir, una vez efectuados todos los ajustes en la economía, un cambio en la cantidad de dinero en circulación, manteniéndose constantes el resto de las variables, se traducirá en una variación del nivel general de los precios y no provocará cambios permanentes en las variables reales, como el producto real o el desempleo. En definitiva, un cambio en la cantidad de dinero en circulación constituye una modificación de la unidad de cuenta (y, en consecuencia, del nivel general de los precios), que deja las demás variables inalteradas.

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

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 real o el nivel de empleo en la economía están determinados, fundamentalmente, por factores reales (del lado de la oferta), como la tecnología, el crecimiento demográfico, las preferencias de los agentes económicos y todos los aspectos del marco institucional de la economía

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

(principalmente, derechos de propiedad, política impositiva, políticas de bienestar y otras normas que determinan la flexibilidad de los mercados e incentivos para generar empleo y capital 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 inflación elevada suelen ir asociados a un intenso crecimiento monetario. Aunque otros factores, como las variaciones de la demanda agregada, los cambios tecnológicos o las 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, el banco central puede 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. Tanto las investigaciones teóricas como las empíricas han confirmado que los costes de la inflación y de la deflación son considerables. Sin embargo, en un régimen de estabilidad de precios, estos costes son reducidos y más difíciles de identificar empíricamente. En consecuencia, actualmente existe 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 un mayor nivel de vida al...

En primer lugar, la estabilidad de precios permite que los ciudadanos distingan más fácilmente las variaciones de los precios relativos (es decir, los movimientos de los precios de cualquier bien o servicio específico) de las fluctuaciones del nivel general de los precios. En un entorno así, los ciudadanos saben que la evolución de los precios suele reflejar cambios en la «escasez relativa» de bienes y servicios concretos, que son resultado de variaciones en la oferta y en la demanda de dichos bienes y servicios. Esto permite que el mercado asigne los recursos con mayor eficiencia. De esta forma, ayudando al mercado a dirigir los recursos a sus usos más productivos, la estabilidad de precios incrementa el bienestar de los hogares y, por ende, el potencial de producción de la economía.

... aumentar 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. Al reducir esas primas de riesgo del tipo de interés real, la credibilidad de la política monetaria incrementa 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 bienestar económico.

... reducir las primas de riesgo de inflación de 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 dejen de aplicar recursos a usos productivos para desviarlos 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 estos mantienen su valor mejor que el dinero o que determinados activos financieros en dichas circunstancias. 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 tributarios y de seguridad social pueden crear incentivos perversos que distorsionan el comportamiento económico. En la mayoría de los casos, estas distorsiones se ven exacerbadas por la inflación o la deflación, ya que, normalmente, los sistemas fiscales no permiten indiciar los tipos impositivos y las cotizaciones sociales a 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 tributarios y de seguridad social.

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

En quinto lugar, la inflación actúa como un impuesto sobre las tenencias de efectivo. En un entorno inflacionista, los hogares disponen de un incentivo para no utilizar tan a menudo el efectivo y reducir así los costes de transacción, que son aquellos que se generan porque las personas tienen que acudir al banco (o al cajero automático) más frecuentemente para retirar fondos.

... impedir la redistribución arbitraria 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 (por ejemplo, efectos de redistribución de 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 o de deflación elevadas suelen ser fuente de inestabilidad social y política.

En séptimo lugar, las revaluaciones repentinas de los activos financieros pueden ir en detrimento de la solidez de los balances del sector bancario y reducir la riqueza de los hogares y las empresas. En cambio, si la política monetaria logra mantener la estabilidad de precios de una manera creíble, pueden evitarse perturbaciones inflacionarias, así como deflacionarias, que afectan al valor real de los activos nominales. De este modo, una política monetaria que tiene como objetivo preservar la estabilidad de precios contribuye significativamente a mantener la estabilidad financiera.

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 numerosos estudios empíricos para una amplia variedad de países que apuntan a la existencia de una relación negativa entre inflación y crecimiento. Un aumento persistente de la inflación tiene más peso que cualquier

... y contribuir a la estabilidad financiera

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

mejora a corto plazo de la renta nominal y a la larga hace que la renta real descienda de manera permanente.

Atribuciones asignadas en los Tratados

Los principios básicos y ampliamente compartidos que se han esbozado anteriormente quedan reflejados en la adecuada asignación de objetivos y de competencias a los diferentes responsables de la política monetaria en la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase capítulo 1). En el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea se especifica que el objetivo principal del Eurosistema y de la política monetaria única, de la que este 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 Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión», entre los que se incluye «el pleno empleo» y «un crecimiento económico equilibrado».

Las disposiciones de los Tratados reflejan estos principios generales,...

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

El marco institucional se basa en el principio de que el objetivo del Eurosistema de mantener la estabilidad de precios tiene una importancia primordial. Puesto que, en última instancia, la política monetaria solo puede influir en el nivel de precios de la economía, la estabilidad de precios es la mejor contribución que puede hacer un banco central al bienestar económico y a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía. Al velar por unas condiciones duraderas de estabilidad de precios, el banco central promueve un desarrollo económico sostenido a más largo plazo, favorece la formación de capital y, por consiguiente, contribuye indirectamente al crecimiento de la renta. Asignar a la política monetaria un objetivo de renta real o de empleo habría sido problemático, dado que la

política monetaria no tiene capacidad para ejercer una influencia duradera sobre las variables reales a corto y a medio plazo. Esto puede explicarse a partir de dos consideraciones. En primer lugar, un banco central solo dispone de un instrumento para cumplir su mandato. En segundo lugar, conseguir que la actividad económica real en el corto plazo se desarrolle con fluidez y aumentar directamente el potencial de crecimiento de la economía es tarea de otros responsables de la política económica, principalmente de aquellos a cargo de las políticas presupuestarias y estructurales. La jerarquía de objetivos claramente definida en la que se basa 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.

3.2 MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El mecanismo y los canales de transmisión

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. La transmisión de los impulsos de la política monetaria al sector real de la economía va asociada a distintos mecanismos y acciones de los agentes económicos en diversas fases del proceso. En consecuencia, las medidas de política monetaria suelen tardar un tiempo considerable en influir en la evolución de los precios. Además, la magnitud y la intensidad de los distintos efectos pueden variar en función de la situación de la economía, lo que hace que resulte

La transmisión se caracteriza por surtir efecto con retardos prolongados, variables e inciertos,...

difícil estimar el impacto preciso. En conjunto, los bancos centrales suelen tener que afrontar retardos prolongados, variables e inciertos en la ejecución de la política monetaria.

... y resulta afectada por perturbaciones exógenas

La identificación del mecanismo de transmisión de la política monetaria se ve dificultada por el hecho de que, en la práctica, la evolución económica resulta continuamente afectada por 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 causar un impacto directo a corto plazo sobre 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. Por otra parte, los precios de los activos financieros y los tipos de cambio dependen de muchos otros factores además de la política monetaria. Por consiguiente, la política monetaria debe efectuar un seguimiento de la cadena de transmisión, con el fin de evitar que las perturbaciones exógenas que afecten a la estructura financiera interfieran en la transmisión de los impulsos monetarios. También ha de tomar en consideración todos los demás factores relevantes para la inflación futura, con el fin de evitar que influyan en las tendencias y expectativas de inflación a más largo plazo de un modo que no sea compatible con la estabilidad de precios. Por tanto, la senda que debe seguir la política monetaria depende siempre de la naturaleza, la magnitud y la duración de las perturbaciones que afecten a la economía. Un reto constante para el banco central es identificar los factores que determinan las tendencias de los precios con el objeto de establecer la respuesta de política monetaria adecuada.

Diversos canales de transmisión —los eslabones a través de los que (habitualmente), los impulsos de la política monetaria se transmiten a la economía real— pueden actuar al mismo tiempo e influir por separado en la evolución de los precios. Los bancos centrales tienen que hacer frente a un complejo entramado de interacciones económicas. Los principales canales de transmisión de la política monetaria se recogen de forma esquemática en la parte izquierda del gráfico 3.1.

Diversos canales de transmisión

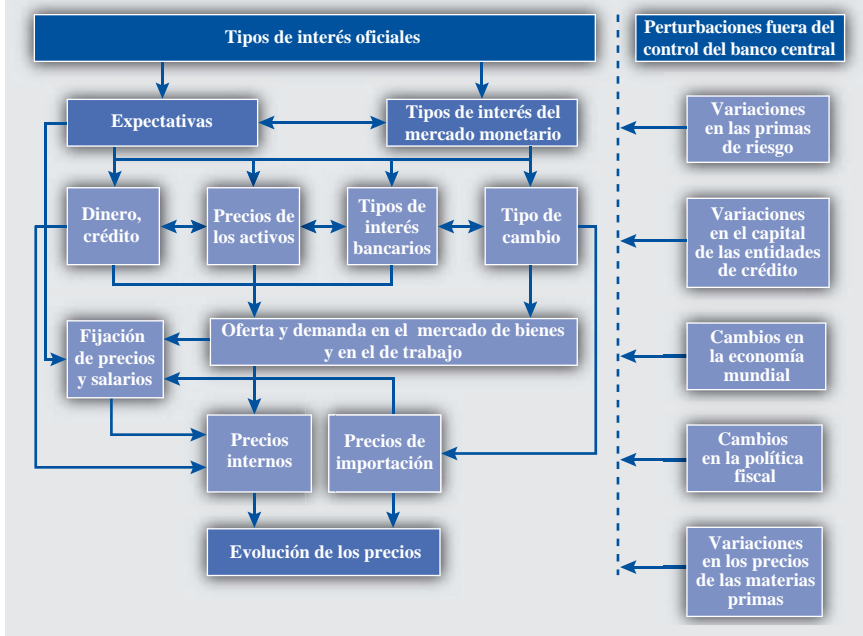
La larga cadena de causa y efecto que vincula las decisiones de política monetaria con el nivel de precios comienza con una modificación de los tipos de interés oficiales que fija el banco central para sus propias operaciones de financiación a las entidades de crédito (véase, en el capítulo 4, una descripción 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 monopolio sobre la creación de la base monetaria, el banco central puede determinar los tipos de interés que aplicará a sus operaciones. Dado que, con ello, el banco central influye en el coste de financiación de la liquidez de las entidades de crédito, estas tienen que trasladar dichos costes a las operaciones de préstamo con su clientela, lo que se conoce como el «canal de tipos de interés».

Una modificación de los tipos de interés oficiales...

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

... afecta directamente a los tipos de interés de mercado,...

Gráfico 3.1 Mecanismo de transmisión de los tipos de interés a los precios



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 o 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 ten-

dencias 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 expectativas del mercado relativas a las tendencias económicas a largo plazo. La política monetaria también puede reconducir las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación futura y, por tanto, influir en la evolución de los precios (véase gráfico 3.1).

Las variaciones de los tipos de interés 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

... influye en las expectativas,...

... afecta a las decisiones de ahorro e inversión,...

prefieran ahorrar en vez de 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 (el «canal del crédito»). 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 (el «canal del crédito bancario» del canal del crédito), lo que, a su vez, obligaría a los prestatarios, es decir, a los hogares o a las empresas, a aplazar sus planes de consumo o de inversión. Las variaciones de los tipos de interés afectan asimismo a los balances de las empresas. Un incremento de los tipos hace que disminuya el patrimonio neto de las empresas, lo que implica una reducción del valor de los activos de garantía y, en consecuencia, menor capacidad de endeudamiento (el «canal del balance financiero» del canal del crédito).

... afecta a la oferta de crédito,...

... provoca un cambio en la demanda agregada y en los precios,...

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.

... influye en el precio de los activos,...

Debido a la influencia que tienen en las condiciones de financiación y en las expectativas, las decisiones de política monetaria pueden afectar a otras variables financieras, como el precio de los activos (por ejemplo, las cotizaciones bursátiles) y los tipos de cambio. Las variaciones del tipo de cambio pueden influir directamente en la inflación en la medida en que los bienes importados formen parte de la cesta de consumo, pero también pueden surtir efecto a través de otros canales (véase gráfico 3.1). Las modificaciones de los precios de otros activos suelen afectar indirectamente a la inflación, en la medida en que los efectos riqueza causen un impacto en las decisiones de consumo del sector privado. También pueden tener consecuencias para la estabilidad financiera si estallan repentinamente burbujas prolongadas de los precios de los activos. Los ciclos alcistas y bajistas de los precios de los activos suelen asociarse a largos períodos de política monetaria expansiva.

Aparte del canal del crédito bancario tradicional, que se centra en la cantidad de préstamos otorgados, puede existir un «canal de asunción de riesgos» que está relacionado con el incentivo de las entidades de crédito para asumir riesgos asociados a la concesión de préstamos. Se considera que este canal opera principalmente a través de dos mecanismos. En primer lugar, unos tipos de interés bajos aumentan el valor de los activos y de las garantías. Esto, junto con la creencia de que el incremento del valor de los activos es sostenible, hace que los prestatarios y las entidades de crédito asuman más riesgos. En segundo lugar, unos niveles reducidos de tipos de interés acrecientan el atractivo de los activos de mayor riesgo, ya que los agentes buscan rentabilidades más elevadas. En el caso de las entidades de crédito, estos dos efectos suelen traducirse en una relajación de los

... y puede influir en el comportamiento general de la economía en cuanto a la asunción de riesgos

criterios que se aplican en la aprobación de préstamos y líneas de crédito, lo que puede dar lugar a un incremento excesivo de la oferta de préstamos.

El canal de tipos de cambio

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 de forma directa. 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 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 disminuir. La intensidad 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 grandes economías que en economías pequeñas y abiertas. Por otra parte, el precio de los activos financieros, al igual que el tipo de cambio, dependen de muchos otros factores, además de la política monetaria.

El canal de las expectativas opera principalmente influyendo en las expectativas a largo plazo del sector privado. En las últimas décadas, este canal ha adquirido especial relevancia para la ejecución de la política monetaria. Su eficacia depende básicamente de la credibilidad de la comunicación del banco central, que fundamentalmente se sustenta en un marco sólido de política monetaria. Por ejemplo, si un banco central disfruta de un alto grado de credibilidad respecto a su compromiso con el objetivo de la política monetaria, esta 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. 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.

El canal de las expectativas

Aspectos empíricos del proceso de transmisión

Entender el mecanismo de transmisión es fundamental para la política monetaria. Por consiguiente, no es sorprendente que numerosos investigadores hayan tratado de analizar las complejas interacciones que lo determinan. Con el tiempo se ha ido disponiendo de más información y de los resultados de nuevos

Los trabajos de investigación ayudan a entender mejor el mecanismo de transmisión

trabajos de investigación y, actualmente, la transmisión monetaria en la zona del euro se conoce mejor. Una de las principales conclusiones de los trabajos de la red de transmisión de la política monetaria (MTN, en sus siglas en inglés) es que la política monetaria influye en la economía fundamentalmente a través del canal de tipos de interés. 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 solo han aclarado parcialmente este complejo proceso. Por tanto, el proceso de aprendizaje continúa y el BCE seguirá realizando un seguimiento de los posibles cambios estructurales y de comportamiento.

ria provoca una reducción transitoria del producto, estimándose que alcanza su máximo entre uno y dos años después de la subida de los tipos de interés. Los precios tienden a disminuir de forma más gradual y responden con más lentitud que el producto a un endurecimiento de la política monetaria. Además, trabajos de investigación recientes han puesto en evidencia que el mecanismo de transmisión monetaria y, en particular, la respuesta del producto y de la inflación a perturbaciones que afectan a los tipos de interés, no se han modificado sustancialmente desde la introducción de la moneda única. En tercer lugar, aparte de estos efectos agregados, las variaciones de los tipos de interés también influyen en la actividad económica a través de su impacto en los flujos de efectivo de las empresas y en la oferta de préstamos bancarios, confirmando con ello la importancia del canal del crédito de la política monetaria.

3.3 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE: PRINCIPIOS GENERALES Y ELEMENTOS PRINCIPALES

Teniendo en cuenta su conocimiento del proceso de transmisión, el Consejo de Gobierno del BCE trata de influir en las condiciones del mercado monetario. Los tipos de interés a corto plazo pueden fijarse en unos niveles que aseguren el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo. En esta labor, el banco central está sometido permanentemente a una elevada incertidumbre en lo que respecta tanto a la naturaleza de las perturbaciones económicas que afectan a la economía como a la existencia y la intensidad de las relaciones entre las distintas variables macroeconómicas. En este contexto, es posible identificar algunas

**Incetidumbre
acerca
del proceso
de transmisión**

Cuando el BCE asumió la responsabilidad de un área monetaria de nueva creación se encontró con un nivel extraordinario de incertidumbre, desconocido para la mayor parte de los demás bancos centrales, en lo que respecta al proceso de transmisión y a los datos subyacentes. Además, 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.

**La respuesta
convencional a
las variaciones
de los tipos de
interés**

La experiencia ha servido para confirmar que una serie de hechos ampliamente aceptados y establecidos, basados en la experiencia de otras economías, también son válidos para la zona del euro. En primer lugar, en la transmisión de los impulsos monetarios a los precios internos se producen retardos largos e inciertos. En segundo lugar, en épocas normales, la política monetaria opera principalmente a través del canal de tipos de interés: un endurecimiento de la política moneta-

**La función
de la política
monetaria**

características fundamentales que debería tener una política monetaria para tener éxito.

La política monetaria debe contribuir al funcionamiento del mecanismo de transmisión

En primer lugar, el funcionamiento del mercado monetario desempeña un papel vital en la actividad del canal de tipos de interés, siendo esencial que funcione correctamente para la transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE. La adecuada transmisión de las intenciones de la política monetaria del Consejo de Gobierno a los tipos de interés del mercado monetario depende fundamentalmente del comportamiento de las entidades de crédito y de su disposición a intercambiar liquidez de una manera fluida en el mercado interbancario. El mal funcionamiento de los mercados monetarios puede mermar la capacidad de la política monetaria para influir en las perspectivas de estabilidad de precios únicamente a través de ajustes de los tipos de interés. Los acontecimientos recientes han demostrado que la transmisión ordenada de la política monetaria puede verse obstaculizada cuando se producen turbulencias financieras intensas. Para que el mecanismo de transmisión se mantenga plenamente operativo y asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, un banco central puede necesitar introducir medidas de política monetaria no convencionales, es decir, intervenciones de liquidez con el objeto de facilitar la transmisión de la política de tipos de interés y potenciar los flujos de crédito a la economía en su conjunto.

La política monetaria debe tener un carácter prospectivo y preventivo,...

En segundo lugar, debido a los retardos y a la incertidumbre estocástica del proceso de transmisión, los cambios de política monetaria que se produzcan en el presente solo 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, tras los retardos en la transmisión, se materialicen los resultados finales de su política presente. En este sentido, la política monetaria debe tener un carácter prospectivo y preventivo.

En tercer lugar, 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 inevitable 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 para evitar un activismo excesivo y la introducción de una volatilidad innecesaria en las variables reales de la economía.

En cuarto 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 de ejecución de la política monetaria y mantener una comunicación clara y abierta. 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. Unas expectativas de inflación bien ancladas actúan como estabilizadores automáticos en situaciones de

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

... servir de ancla a las expectativas de inflación,...

aumento de la incertidumbre macroeconómica y potencian la eficacia de la política monetaria cuando el mecanismo de transmisión resulta afectado por perturbaciones.

... 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 de la zona del euro y el mecanismo de transmisión de la política monetaria, entre otros elementos. Por lo tanto, para tener éxito, la 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.

Un marco general para las decisiones de política monetaria

El BCE ha adoptado y anunciado una estrategia de política monetaria para asegurar que el enfoque de las decisiones de política monetaria sea coherente y sistemático. 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 adoptar decisiones relativas al nivel apropiado de los tipos de interés a corto plazo y explicarlas al público.

Principales elementos de la estrategia de política monetaria del BCE

La estrategia de política monetaria del BCE consta de dos elementos principales. El primer elemento de esta estrategia es una definición cuantitativa de la estabilidad de precios. El segundo elemento es un enfoque basado en dos pilares para el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios. Este último elemento proporciona un marco que garantiza que el Consejo de Gobierno evalúe toda la información

pertinente y realice los análisis necesarios para tomar sus decisiones de política monetaria, adoptando un planteamiento prospectivo y preventivo. A este respecto, la estrategia del BCE también proporciona un marco para explicar al público con claridad y transparencia las decisiones adoptadas. En las restantes secciones de este capítulo se describen estos elementos con mayor detalle.

3.4 DEFINICIÓN CUANTITATIVA DE ESTABILIDAD DE PRECIOS DEL BCE

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece claramente que el objetivo principal del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios. 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 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 y aumenta la transparencia de dicha política, porque clarifica la interpretación que hace el Consejo de Gobierno del objetivo primordial del BCE. En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios proporciona

Esta definición sirve de ancla a las expectativas de inflación y fomenta la transparencia de la política monetaria del BCE

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 restablecer la estabilidad de precios en un plazo razonable. Por último, la definición proporciona al público una referencia que le permite formarse expectativas sobre la evolución futura de los precios.

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

La política monetaria del BCE se centra en la zona del euro en su conjunto. 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, es decir, el instrumento que utilice debe ser 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 3.1). La estabilidad de precios se mide en términos de la inflación general, que corresponde a la cesta representativa de bienes de consumo. La utilización de un índice armonizado para medir la inflación hace patente el compromiso del BCE de ofrecer una protección plena y eficaz frente a la pérdida de poder adquisitivo del dinero. Los denominados índices de inflación «subyacente» pueden proporcionar información complementaria acerca de los factores más permanentes que inciden en la evolución de los precios, excluyendo de la cesta determinados componentes volátiles, como la energía y los alimentos no elaborados. El BCE realiza un seguimiento de estos indicadores, pero no considera que la inflación subyacente sea una referencia adecuada para medir la estabilidad de precios en la zona del euro.

Recuadro 3.1 Construcción y características del Índice Armonizado de Precios de Consumo

El Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios en términos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro. La Comisión Europea (Eurostat) realiza el trabajo conceptual de elaboración del índice de precios de consumo, en estrecha colaboración con los institutos de estadística nacionales. Como usuario principal, el Eurosistema ha participado activamente en estos trabajos.

Se dispone de datos del IAPC publicados por Eurostat desde enero de 1995, 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 2010, los bienes y servicios representan el 58 % y el 42 %, respectivamente, del IAPC (véase cuadro 3.1).

La desagregación de este índice en sus distintos componentes tiene como objetivo fundamental distinguir los diferentes factores económicos que influyen en el comportamiento de los precios de consumo. 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 UE 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 subíndices, 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.

Cuadro 3.1 Ponderaciones de los principales componentes del IAPC de la zona del euro aplicadas en 2010

Índice general	100,0
Precios de los bienes	58,0
Alimentos no elaborados	7,3
Alimentos elaborados	11,9
Bienes industriales no energéticos	29,3
Energía	9,6
Servicios	42,0
Servicios de vivienda	10,2
Transporte	6,6
Comunicaciones	3,3
Recreativos y personales	14,9
Varios	7,1

Fuente: Eurostat.

**La definición
excluye
la deflación...**

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, una caída autososteni-

da del índice general de precios, son incompatibles con la estabilidad de precios. Al tratar de alcanzar la estabilidad de precios, el objetivo explícito del Consejo de Gobierno es mantener

la tasa de inflación por debajo del 2 %, aunque próxima a este valor. Por tanto, subraya su compromiso de proporcionar un margen adecuado para evitar el riesgo de deflación. Aunque la deflación entraña para la economía costes similares a los de la inflación (véase sección 3.1), es importante evitarla porque, una vez que se manifieste, podría afianzarse como consecuencia de las limitaciones de la política monetaria cuando el tipo de interés nominal se sitúa en niveles muy próximos a cero. En un entorno deflacionista, si las expectativas de inflación dejan de estar ancladas y comienzan a proyectar un proceso autosostenido de caídas del nivel de precios, es posible que la política monetaria no pueda proporcionar suficiente apoyo a la economía utilizando el instrumento de los tipos de interés. 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 constituir depósitos a un tipo de interés negativo. Aunque sea posible adoptar diversas medidas de estímulo, incluso si los tipos de interés nominales se sitúan en cero, tales políticas alternativas no convencionales pueden ser muy costosas. Por consiguiente, a la política monetaria le resulta más difícil luchar contra la deflación que contra la inflación.

... y toma 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 tiene 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 pue-

den estar sujetos a errores de medición, como cuando los precios no se ajustan adecuadamente a las variaciones en la calidad de los bienes o cuando algunos componentes 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 real de precios. En lo que respecta a la zona del euro, se han adoptado diversas medidas para asegurar que las estadísticas de precios se actualicen puntualmente. 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 indicador IAPC, cualquier sesgo probablemente será reducido.

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 que operan en distintas fases de desarrollo económico. El hecho de que algunas economías de la zona del euro se encuentren en un proceso de convergencia estructural podría suponer que, durante un período posiblemente prolongado, sus tasas de inflación sean superiores a la media. Los países muy avanzados podrían verse obligados, en consecuencia, a operar estructuralmente con unas tasas de inflación excesivamente reducidas o negativas. En principio, los diferenciales de inflación entre regiones son un rasgo habitual de cualquier unión

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

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 solo puede influir en el nivel de precios de la zona del euro en su conjunto y no puede afectar a 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 diferencias en los niveles iniciales de renta y en los actuales procesos de convergencia de los niveles de vida.

Diferenciales de inflación inevitables en la zona del euro

Los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro son moderados y acordes, en general, con los observados en otras áreas económicas importantes como Estados Unidos (véase sección 2.8). Estos diferenciales pueden ser resultado de diferencias en las tendencias demográficas, en los procesos de convergencia a largo plazo o en los ajustes que se están aplicando para lograr una asignación más eficiente de recursos. En cierta medida, la persistencia de diferenciales de inflación entre países concretos de la zona puede obedecer a ineficiencias estructurales o a políticas nacionales inadecuadamente coordinadas, y la persistencia de tasas de inflación superiores a la media puede conducir a una pérdida de competitividad en los respectivos países. En una unión monetaria, las políticas nacionales deben abordar estos diferenciales. Habida cuenta de la

existencia de diferencias inevitables en la inflación, 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 evitar que regiones con tasas de inflación estructuralmente más bajas tengan que asumir los costes de posibles rigideces nominales a la baja o que registren períodos prolongados de deflación. Según todos los estudios disponibles, una tasa de inflación para la zona del euro inferior al 2%, pero próxima a ese valor, también proporciona un margen suficiente a este respecto.

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 solo repercuten en los precios con un desfase temporal variable, y la magnitud de su efecto final es incierta y depende de la situación (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 3.2, la orientación a medio plazo también permite a la política monetaria asegurarse de que, al reaccionar ante perturbaciones que afectan a la inflación, el banco central no se convierte en una fuente independiente de fluctuaciones innecesarias del producto.

La orientación a medio plazo

Recuadro 3.2 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.

Por diversas razones, el BCE no ha definido el «medio plazo» con referencia a un horizonte predeterminado, sino que este concepto conlleva, intencionadamente, cierta flexibilidad en lo que respecta al horizonte temporal exacto. 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. Por otra parte, el mandato del BCE se ha formulado en términos de un objetivo de estabilidad de precios en lugar de un objetivo de inflación. Este elemento ayuda a los responsables de la política monetaria a evitar reacciones mecánicas en respuesta a la evolución a corto plazo encaminadas a restablecer el objetivo de inflación en un horizonte fijo a corto plazo. 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. La pronta reacción de la política monetaria ante una amplia variedad de perturbaciones (como las perturbaciones de demanda, que mueven el producto y los precios en la misma dirección) suele ser adecuada y no solo 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. Por ejemplo, la política monetaria debe aceptar las consecuencias inflacionistas derivadas de los efectos de primera vuelta de las perturbaciones de los precios del petróleo, ya que poco o nada puede hacerse para contrarrestarlas. En tales circunstancias, una respuesta excesivamente agresiva de la política monetaria para restablecer la estabilidad de precios en un período muy breve entrañaría 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 sería adecuada una respuesta gradual de la política monetaria, 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 también proporciona al BCE la flexibilidad necesaria para responder de forma apropiada a las diferentes perturbaciones económicas que puedan producirse.

En síntesis, la política monetaria del BCE se centra en el medio plazo en el cumplimiento del mandato de mantener la estabilidad de precios. La decisión del BCE de que el horizonte relevante para la política monetaria carezca de una dimensión temporal precisa ha sido una elección adecuada, tanto en épocas normales como en períodos de crisis. La orientación a medio plazo supone que el horizonte relevante para la política monetaria, definido como aquel en el que el BCE trata de que la inflación de los precios de consumo

sea acorde, de una manera sostenible, con su objetivo de estabilidad de precios, pueda tener una duración variable, teniendo en cuenta que los retardos en la transmisión no solo tardan en materializarse sino que, además, son variables e inciertos. Además, el impacto inflacionista o deflacionista asociado a la acumulación de desequilibrios financieros puede ir más allá del horizonte estándar de dos a tres años que suele utilizarse en las proyecciones de inflación. Esto subraya la importancia del análisis monetario (véase sección 3.5), que proporciona a los responsables de la política monetaria las herramientas necesarias para aplicar una perspectiva a medio y a largo plazo.

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

Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE

Para cumplir de la mejor manera posible su objetivo de mantener la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno valora periódicamente los riesgos para la estabilidad de precios. Su enfoque en lo que respecta a la organización, la evaluación y la verificación de toda la información relevante para la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios se basa en dos perspectivas analíticas, denominadas los «dos pilares»: el análisis económico y el análisis monetario, que constituyen la base de las decisiones de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno del BCE confirmó y clarificó este enfoque en mayo de 2003.

El análisis detallado de los riesgos para la estabilidad de precios se organiza a partir de dos perspectivas complementarias sobre la determinación de la evolución de los precios. La primera perspectiva, denominada «análisis económico», tiene por objeto evaluar los determinantes de corto a medio plazo del comportamiento de los precios, centrando la atención en la actividad real y en los factores de costes que

determinan los precios en esos horizontes temporales. Toma en consideración el hecho de que la evolución de los precios de corto a medio plazo en el horizonte citado se ve influida, en gran medida, por la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, de servicios y de factores. La segunda perspectiva, conocida como «análisis monetario», se centra en un horizonte de medio a largo plazo, 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 pensado para asegurar que no se pierda información relevante en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios y que se preste 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 adopten con rigor, teniendo en cuenta diferentes perspectivas analíticas (véase el recuadro 3.3 para un estudio de las estrategias de política monetaria alternativas).

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

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

... para asegurar que no se pierda información relevante

Recuadro 3.3 Estrategias de política monetaria alternativas

Otros bancos centrales optan o han optado por estrategias de política monetaria diferentes. El Instituto Monetario Europeo 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 las 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 que sea 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 oferta monetaria, una senda acorde con la estabilidad de precios. En segundo lugar, la política monetaria debe poder controlar esta oferta monetaria. Si se dan ambas condiciones, el banco central puede utilizar los cambios en los tipos de interés oficiales para mantener la oferta monetaria 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 algunos bancos centrales con este enfoque influyó en el diseño de la estrategia del BCE, la institución decidió no adoptarlo, al considerar que la información que proporcionan algunas 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, por una parte, de los cambios institucionales y de comportamiento derivados de la transición a la unión monetaria y, por otra parte 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 consiste en **establecer directamente un objetivo 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. En la práctica, los objetivos de inflación pueden establecerse de distintas formas, pero en todos los casos se hace público un objetivo numérico y se define previamente un horizonte temporal. 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 esencial 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, el BCE decidió no adoptar la estrategia de establecer directamente un objetivo de inflación, 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 previsión (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 actuales sea necesario tener en cuenta determinados factores que pueden influir en la inflación más allá del horizonte temporal elegido, como la presencia de desequilibrios en el precio de los activos. Esto se puso especialmente de manifiesto durante la reciente crisis financiera e indujo a algunos bancos centrales que habían fijado un objetivo de inflación a adoptar un horizonte temporal más flexible. En tercer lugar, resulta difícil, no obstante, integrar la información contenida en los agregados monetarios en las previsiones de inflación que se basan en modelos macroeconómicos convencionales. Por último, el BCE estima que no sería conveniente 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**, y fue la que adoptaron varios países europeos antes de la unión monetaria en el contexto del mecanismo de tipos de cambio 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.

Análisis económico

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 fiscal, 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. Asimismo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema desempeñan un importante papel en el análisis económico.

En este análisis, la atención se centra en 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 propagación a la economía de corto a medio plazo. Para tomar las decisiones adecuadas, el Consejo de Gobierno debe tener un amplio conocimiento de la situación económica existente y estar al tanto de

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

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

la naturaleza y la magnitud concretas de cualquier perturbación económica que amenace la estabilidad de precios. Por ejemplo, la respuesta adecuada de política monetaria ante 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 subidas salariales que no se corresponden con el crecimiento de la productividad. En el primer caso se produce un incremento transitorio y breve de la inflación, que revierte rápidamente. Si esta perturbación no genera expectativas de aumento de la inflación, puede plantear menos riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, en caso de que se registren subidas salariales excesivas, existe el peligro de que se produzca una espiral autosostenida de costes más altos, alzas de precios y mayores demandas salariales. Para evitar esta espiral, la respuesta apropiada puede ser la adopción

de una medida enérgica de política monetaria que reafirme el compromiso del banco central con el mantenimiento de la estabilidad de precios y, con ello, 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 fiscal, así como la balanza de pagos de la zona del euro. Estos indicadores ayudan, entre otras cosas, a evaluar las fluctuaciones de la demanda y la oferta agregadas, así como el grado de utilización de la capacidad productiva. El BCE realiza también varias encuestas cuyos resultados contribuyen al análisis económico, como la encuesta a expertos en previsión económica (EPE). En el recuadro 3.4 se proporciona información sobre los indicadores de la zona del euro que analiza el BCE.

Análisis de los indicadores de la economía real

Recuadro 3.4 Estadísticas relacionadas con la evolución de la zona del euro

Como se explica en la sección 3.2, 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, los responsables de la política económica han de realizar el seguimiento de una amplia variedad de indicadores a la hora de evaluar las perspectivas para la estabilidad de precios. Las estadísticas de alta calidad son cruciales para obtener una imagen fiable de la economía. Los errores en materia de política atribuibles a la falta de estadísticas completas o fiables pueden entrañar un coste elevado en forma de aumento de las tasas de inflación y de la volatilidad del producto. Para muchos aspectos de las estadísticas de la zona del euro se han definido normas metodológicas comunes. La provisión de estadísticas de la zona del euro es objeto de continuo desarrollo y mejora. A continuación se presenta un breve resumen de los elementos fundamentales de las estadísticas de la zona del euro.

Acceso a las estadísticas de la zona del euro

Las notas de prensa del BCE y la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE (o el *Statistics Pocket Book*) son las principales fuentes oficiales. Pueden descargarse del sitio web del BCE u obtenerse, gratuitamente, en su versión impresa. En la sección de «Estadísticas» del sitio web del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) la herramienta Statistical Data Warehouse permite acceder a información

estadística más detallada, que los usuarios pueden descargar en diversos formatos, así como información sobre las respectivas definiciones (legales) y conceptos utilizados en las distintas estadísticas.

Estadísticas económicas generales

Los datos sobre precios, costes, producto, demanda y mercado de trabajo son de crucial importancia para la ejecución de la política monetaria del BCE. Este define la estabilidad de precios, su objetivo primordial, en términos del IAPC para la zona del euro. La evolución de los precios y los costes 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. 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), junto con los datos relativos al mercado de trabajo (empleo, paro, vacantes y actividad) proporcionan información sobre la posición cíclica de la economía.

Estadísticas monetarias y estadísticas relativas a las instituciones y mercados financieros

Cada mes, el BCE elabora y difunde una amplia gama de estadísticas monetarias y de estadísticas relativas a las instituciones y mercados financieros. Los agregados monetarios y sus contrapartidas se calculan a partir del balance del sector de instituciones financieras monetarias (IFM) (véase sección 2.7). Estas estadísticas constituyen, además, la base para calcular las reservas mínimas que las IFM han de mantener en los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro (véase sección 4.3). Además, el BCE se encarga de las estadísticas de las entidades de crédito y de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM, así como de las estadísticas de los fondos de inversión. El BCE compila también estadísticas armonizadas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares y las empresas de la zona del euro, y elabora estadísticas detalladas sobre los mercados financieros (por ejemplo, la curva de rendimientos de la zona del euro, que se publica diariamente).

Estadísticas de balanza de pagos y otras estadísticas del sector exterior

Las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro incluyen las principales transacciones que se realizan entre los residentes en la zona y los residentes en países no pertenecientes a la zona. Junto con las estadísticas de comercio exterior, proporcionan información importante sobre la forma en que el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones y las respectivas fluctuaciones de los precios pueden generar presiones inflacionistas al influir en las condiciones de la demanda. El BCE publica datos sobre los tipos de cambio efectivos para la zona del euro e indicadores de competitividad armonizados para los países que la integran. Estos índices contribuyen a evaluar el posible impacto de las variaciones de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas en los precios de importación. Además, el BCE publica otras estadísticas del sector exterior, como las estadísticas trimestrales y anuales sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro, que proporcionan una visión de conjunto de los activos y los pasivos de la zona frente al resto del mundo.

Cuentas de la zona del euro

Las cuentas económicas y financieras de la zona del euro presentan operaciones financieras y balances de todos los sectores de la economía, como los hogares, las instituciones

financieras y las sociedades no financieras. Estas estadísticas muestran la inversión financiera y las actividades de financiación de los distintos sectores, la evolución de la riqueza y la deuda y las interrelaciones financieras entre los sectores. Las estadísticas se ajustan al enfoque integral descrito en el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 95). Entre otras aplicaciones, las estadísticas son necesarias para analizar las fuentes de los desplazamientos de cartera en los balances financieros y para contrastar la coherencia de los datos de alta frecuencia proporcionados por las estadísticas monetarias y financieras.

Estadísticas de las finanzas públicas

El BCE recibe los datos anuales necesarios para evaluar la convergencia (es decir, si un Estado miembro está preparado o no para adoptar el euro), así como estadísticas relativas al procedimiento de déficit excesivo y al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los datos anuales sobre las finanzas públicas abarcan ingresos y gastos, deuda pública y la relación entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública. Las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas (incluidos los datos sobre ingresos y gastos) constituyen una parte importante del sistema integrado de cuentas de los sectores financieros y no financieros de la zona del euro.

Encuestas

Las encuestas de opinión, que realizan la Comisión Europea, los proveedores de datos comerciales y los institutos de estadística, proporcionan información adelantada y puntual para los indicadores cuantitativos. Además, el Eurosistema lleva a cabo sus propias encuestas, que facilitan una evaluación puntual de las condiciones de financiación de la zona del euro. La encuesta trimestral sobre préstamos bancarios proporciona información sobre las condiciones de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro y sobre las políticas de préstamo de las entidades de crédito de la zona. La encuesta semestral sobre el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación ayuda a evaluar sus necesidades de financiación, su estructura de financiación y sus condiciones de acceso a la financiación. La encuesta a expertos en previsión económica proporciona información sobre las expectativas respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y las tasas de paro en la zona del euro, detallada por sectores. Una nueva encuesta sobre las finanzas y el consumo de los hogares de la zona permitirá entender mejor las decisiones económicas de este sector.

Análisis de la evolución de los mercados financieros

La evolución de los indicadores de los mercados financieros y del precio de los activos (véase recuadro 3.5) también es objeto de atento seguimiento en el contexto del análisis económico, en tanto que las variaciones de estos últimos pueden influir en el comportamiento de los precios a través de sus efectos sobre la renta y la riqueza. Por ejemplo, cuando los precios de las accio-

nes se elevan, la riqueza de los hogares que poseen este tipo de activos se incrementa, y pueden optar por aumentar su consumo. De este modo crecerá la demanda de los consumidores, lo que puede alimentar presiones inflacionistas internas. Por el contrario, si los precios de las acciones disminuyen, es muy posible que los hogares reduzcan su consumo.

Recuadro 3.5 **Cómo obtener información a partir de los precios de los mercados financieros**

Los precios de los mercados financieros incorporan las expectativas de los inversores respecto a la evolución económica en el futuro. Así pues, constituyen una valiosa fuente de información para los responsables de la política monetaria. En particular, las estructuras temporales de los rendimientos nominales y reales de los bonos pueden utilizarse para calibrar las expectativas del sector privado respecto a la evolución de los tipos de interés y la inflación.

Los tipos a plazo, que representan la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo esperados y de las correspondientes primas de riesgo, pueden obtenerse a partir de la estructura temporal de los rendimientos nominales de los bonos. Es evidente que dicha trayectoria constituye una información importante para los bancos centrales, ya que indica cuándo y en qué medida prevén los participantes en los mercados una variación de los tipos de interés oficiales.

El análisis conjunto de los rendimientos nominales y reales de los bonos ayuda a determinar las expectativas de inflación del sector privado. El rendimiento de un bono nominal convencional refleja tres componentes: el tipo de interés real, las expectativas de inflación de los inversores y una prima de riesgo, que compensa la incertidumbre de estos respecto a la inflación. El otro elemento necesario para calcular las expectativas de inflación es el rendimiento de un bono indiciado a la inflación. En la zona del euro, existe un gran mercado para este tipo de instrumentos de deuda pública, cuyos pagos de principal y cupón vienen determinados por la evolución de la inflación medida por el IAPC (excluido el tabaco). De esta forma, los tenedores de bonos están protegidos esencialmente del riesgo de inflación, y los rendimientos de los bonos pueden entenderse como medidas de los tipos de interés reales. Por consiguiente, la diferencia entre el rendimiento de un bono nominal convencional y el de un bono indiciado a la inflación, ambos con el mismo vencimiento residual, representa las expectativas de inflación de los inversores y las consiguientes primas de riesgo de inflación. Esta diferencia entre el rendimiento nominal y el real se conoce como tasa de inflación implícita.

Dado que las tasas de inflación implícitas pueden calcularse para diversos vencimientos, resultan útiles para el seguimiento de las expectativas de inflación y de las primas de riesgo asociadas en una amplia gama de horizontes. Además, es posible obtener medidas de la tasa de inflación implícita a plazo a partir de esta estructura temporal. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años es una medida del anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo.

Dado que las tasas de inflación implícitas se basan en los datos diarios de los mercados financieros, proporcionan información de alta frecuencia. No obstante, hay que interpretar con cautela las señales procedentes de estas tasas. En primer lugar, las tasas de inflación implícitas reflejan tanto las expectativas de inflación «puras» como las primas de riesgo de inflación. Aunque en algunos enfoques econométricos basados en los modelos de precios de los activos se aborda esta cuestión, la consiguiente desagregación en expectativas y primas entraña una incertidumbre considerable. En segundo lugar, algunos factores adicionales, como la situación de liquidez de los mercados de renta fija o los fuertes desplazamientos de fondos hacia activos más seguros en épocas de tensiones financieras, influyen, generalmente de forma distinta, en la negociación y en los precios de los bonos

nominales y de los bonos indicados a la inflación. Estos factores pueden tener un impacto notable en las tasas de inflación implícitas, sin que se produzcan variaciones subyacentes en las expectativas de inflación ni en las primas de riesgo asociadas. Estos efectos de influencia, que distorsionan la información respecto a la inflación que contienen las tasas de inflación implícitas, se hicieron notar especialmente durante varias fases de la crisis financiera que se inició en 2007.

Por estos motivos, resulta crucial contrastar la información obtenida a partir de las tasas de inflación implícitas con las señales emitidas por otros indicadores, por ejemplo, las medidas de las expectativas de inflación extraídas de las encuestas (aunque su frecuencia sea menor), y otros instrumentos del mercado financiero, como los tipos de los *swaps* indicados a la inflación. Estos últimos son instrumentos derivados en los que las dos partes contratantes acuerdan intercambiar un pago fijo por un pago vinculado a la evolución efectiva de la inflación durante el período contractual. Al igual que en el caso de las tasas de inflación implícitas, con estos instrumentos se pueden calcular las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo. Al mismo tiempo, no es de esperar que los factores que distorsionan el contenido informativo de las tasas de inflación implícitas afecten simultáneamente a los *swaps* indicados a la inflación.

Además de la estructura temporal de los tipos de interés reales y nominales, los precios de otros activos contienen información relevante respecto a las expectativas del sector privado, entre otras, las que incluyen las expectativas relativas al nivel y la variabilidad de los precios futuros de los activos y, de forma más indirecta, las expectativas de la actividad económica futura. Por consiguiente, el conjunto de instrumentos del análisis de la política monetaria también contiene métodos para conocer las expectativas de los mercados a partir de instrumentos tales como los futuros sobre tipos de cambio o las opciones sobre acciones.

Los precios de los activos contienen información sobre las expectativas del sector privado

Los precios de los activos y los rendimientos financieros también pueden analizarse para obtener información relativa a las expectativas de los mercados financieros, incluida la evolución esperada de los precios. Por ejemplo, al comprar y vender bonos, los participantes en los mercados financieros expresan implícitamente sus expectativas sobre la evolución de los tipos de interés reales y de la inflación. Mediante diversas técnicas, el BCE analiza los precios de los activos financieros, con el fin de conocer las expectativas implícitas de los mercados respecto a su evolución futura. Los mercados de activos, y, por tanto, el precio de estos, tienen, por su propia naturaleza, un carácter prospectivo. 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 identificar 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 valora la información estadística sobre el precio de los activos financieros procedente de diversas fuentes. Además, el propio BCE recopila su propia información estadística (véase recuadro 3.4).

La evolución del tipo de cambio también se analiza con detenimiento por sus consecuencias para la estabilidad de precios. Como se indica en la sección 3.2, las variaciones del tipo de

Análisis de la evolución del tipo de cambio

cambio inciden directamente en la evolución de los precios por sus efectos en los precios de importación. Además, pueden alterar la competitividad de los precios de los bienes producidos internamente en los mercados internacionales y, por tanto, influir en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de los precios. Si el impacto de estas variaciones modifica las expectativas y el comportamiento de quienes fijan los salarios y los precios, pueden generarse efectos de segunda vuelta derivados del tipo de cambio.

El análisis económico se ha enriquecido con el tiempo

El análisis económico del BCE se ha enriquecido con el tiempo, debido principalmente 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 aumentar la fiabilidad de las previsiones a corto plazo y para fundamentar las proyecciones macroeconómicas para la economía de la zona del euro elaboradas periódicamente. El seguimiento de los datos recibidos y la utilización de todas las herramientas analíticas disponibles permiten realizar continuamente una evaluación y una actualización exhaustivas de la situación económica y de las perspectivas para la zona del euro.

Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro...

El BCE publica proyecciones macroeconómicas para la zona del euro cuatro veces al año en su Boletín Mensual. Las proyecciones de los expertos del Eurosistema, elaboradas conjuntamente por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro con periodicidad bianual, se publican en las ediciones de junio y diciembre, mientras que las proyecciones de los expertos del BCE aparecen en las de marzo y septiembre.

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

El término proyecciones se utiliza para subrayar el hecho de que son el resultado de un escenario basado en un conjunto de supuestos técnicos. Inicialmente, las proyecciones partían del supuesto de que los tipos de interés se mantendrían constantes. De hecho, representa un escenario que es poco probable que se materialice en la práctica, ya que la política monetaria siempre actuará para responder a cualquier amenaza que ponga en peligro la estabilidad de precios. Desde junio de 2006, el supuesto relativo a los tipos de interés a corto plazo se basa en las expectativas del mercado. El cambio fue de carácter meramente técnico y estuvo motivado por la posibilidad de introducir nuevas mejoras en la calidad y en la coherencia interna de las proyecciones. Habida cuenta de las desviaciones registradas entre la trayectoria prevista de los tipos de interés y la evolución real, es obvio que, en general, las proyecciones no proporcionan la mejor predicción sobre la evolución futura, especialmente en horizontes algo más largos. Por lo tanto, bajo ninguna circunstancia debe considerarse que las proyecciones macroeconómicas sobre la inflación elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE cuestionan 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

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

(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.

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

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos se elaboran utilizando información e instrumentos diversos. Se dispone de varios modelos macroeconómicos diferentes, tanto para la zona del euro como para cada uno de los países que la integran. Dada la incertidumbre en cuanto a los modelos, es preferible emplear una gama lo más amplia posible de ellos, que contemple diversas perspectivas de la estructura económica y estimaciones según diferentes metodologías, antes que basarse en un solo modelo, con carácter exclusivo y de ámbito 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. Se presentan en forma de intervalos, reconociendo así la inevitable incertidumbre a la que están sometidas. Para calcular estos intervalos se han utilizado diversos métodos. Desde diciembre de 2009, la amplitud de los intervalos se determina teniendo en cuenta los errores cometidos en proyecciones anteriores, identificándose como valores atípicos los errores importantes y eliminándose estos de la muestra.

Las
proyecciones son
útiles, aunque
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 solo 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 es que el grado de fiabilidad 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 el 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 conveniente que el banco central evalúe y compare el rigor de la información procedente de distintas fuentes. Para efectuar una valoración

... lo que indica
la necesidad de
utilizar fuentes y
técnicas diversas

completa de la situación económica y de las perspectivas para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno debe recibir información obtenida a partir 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 los factores económicos que influyen en la economía.

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

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 se incluye el análisis monetario y los análisis del precio de los activos financieros, de los indicadores individuales y de las previsiones de otras instituciones. 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 dinero proporciona un ancla nominal

La estrategia de política monetaria del BCE asigna un papel destacado al análisis monetario. Este papel refleja la

estrecha relación existente entre el crecimiento monetario y la inflación en el medio y largo plazo (en el recuadro 3.6 se resumen los resultados de algunos estudios sobre este tema). Esta relación, ampliamente aceptada, proporciona a la política monetaria un ancla nominal firme y fiable para la ejecución de la política monetaria y permite hacerse una idea de las tendencias de la inflación más allá de los horizontes que suelen ir asociados a las previsiones de inflación convencionales. Por tanto, otorgar un papel destacado al análisis monetario en la estrategia del BCE es también una manera de respaldar la orientación a medio plazo de la política monetaria única. A este respecto, el análisis monetario asegura la adhesión a un principio fundamental: al responder a la evolución económica, el banco central nunca debe perder de vista la necesidad de velar por que la tasa de crecimiento monetario sea compatible con la estabilidad de precios en horizontes suficientemente amplios. La adopción de decisiones de política monetaria y la evaluación de sus consecuencias, no solo a partir de las 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 al banco central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones a corto plazo sobre el nivel de precios y evitar la tentación de ser demasiado activo al determinar la orientación de la política monetaria.

Recuadro 3.6 Dinero y precios en el largo plazo

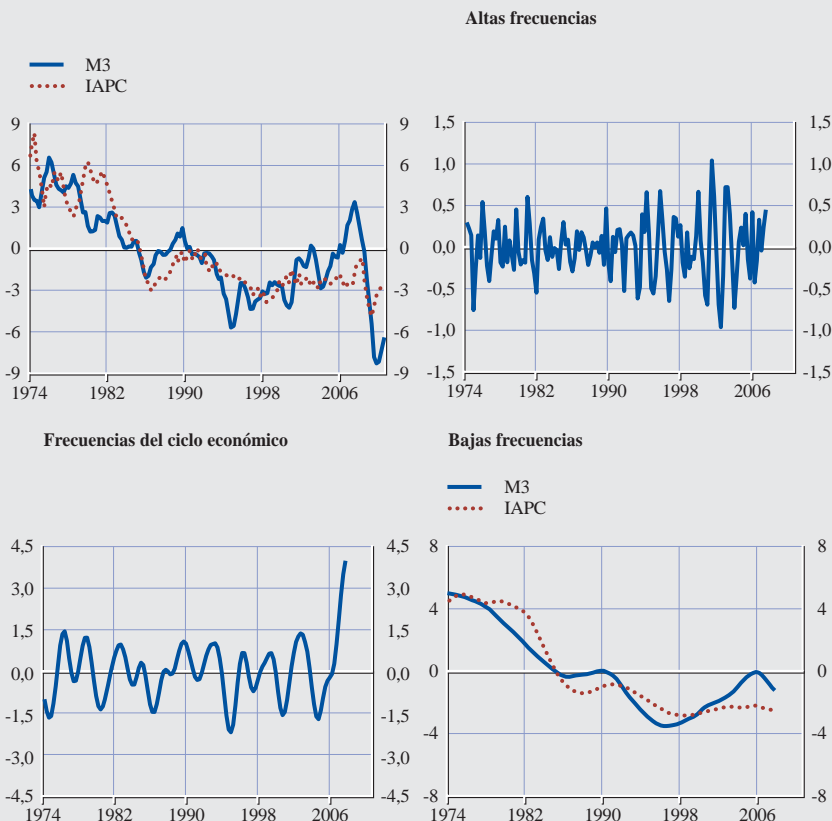
La relación a largo plazo existente entre el crecimiento monetario y la inflación es uno de los resultados empíricos más robustos y duraderos de toda la literatura económica. Es importante señalar que esta relación se mantiene en el tiempo, en los distintos países y en todos los regímenes de política monetaria, de lo que se deduce que se encuentra «integrada» en la estructura de la economía.

La existencia de una relación robusta a largo plazo entre el crecimiento monetario y la inflación se ha documentado, en el caso de la zona del euro, en diversos estudios que utilizan distintas técnicas empíricas. A efectos ilustrativos, conviene recurrir a los métodos de filtrado estadístico, que diferencian las fluctuaciones de los agregados monetarios y la inflación según sus diferentes grados de persistencia. Concretamente, esta técnica distingue los movimientos tendenciales más persistentes de dichos agregados (lo que se conoce como «componente de baja frecuencia») de los movimientos que registran fluctuaciones más cortas asociadas al ciclo económico y de las variaciones que reflejan una evolución errática transitoria (o «componente de alta frecuencia»). La evidencia que se presenta en el gráfico 3.2 confirma la relación a largo plazo entre el dinero y los precios en dos aspectos: el componente de baja frecuencia del crecimiento de M3 fluctúa en estrecha consonancia con el componente de baja frecuencia de la inflación, y la evolución del crecimiento tendencial del dinero suele preceder, sistemáticamente, a la evolución de la inflación tendencial.

Una relación robusta a largo plazo entre el crecimiento monetario y la inflación no impide que también exista una relación estrecha a frecuencias más elevadas. De hecho, estudios empíricos han demostrado que la persistencia de los movimientos de los agregados monetarios que más relación guardan con la inflación tendencial varía según la naturaleza de

Gráfico 3.2 Descomposición de M3 y del IAPC por frecuencias

(tasas de variación interanual; desviaciones de la media)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE.

las perturbaciones que afectan a la economía. Sin embargo, en general, los movimientos a corto plazo del dinero tienden a verse afectados por desplazamientos temporales de la demanda de dinero y por cambios en el sistema financiero que no inciden en la evolución de los precios y, por consiguiente, enturbian la relación existente entre el crecimiento monetario y la inflación en el corto plazo. Por este motivo, la evaluación de la dinámica de la inflación en el corto a medio plazo en el marco de la política monetaria del BCE se apoya, principalmente, en el análisis económico.

La observación de que la relación más robusta entre el crecimiento monetario y la inflación es la que se da en el largo plazo, es decir, en los movimientos tendenciales de las dos variables, no cuestiona la relevancia de la relación para la política monetaria. Los movimientos tendenciales de la inflación son cruciales para la formulación de dicha política: están íntimamente relacionados con las expectativas de inflación a largo plazo y, precisamente por su carácter persistente y tendencial, ejercerán una influencia duradera en la inflación que deberá tenerse en cuenta al formular una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precios. Además, es importante apreciar que los movimientos de la inflación observados en cualquier momento reflejan movimientos en los componentes de todas las frecuencias, incluido el componente tendencial. Así pues, la información adelantada con respecto a la evolución de la inflación tendencial que llevan incorporadas las tendencias de los agregados monetarios reviste particular importancia para la política monetaria.

Un enfoque práctico para identificar las tendencias monetarias

La perspectiva de medio a largo plazo sobre los riesgos para la estabilidad de precios que ofrece el análisis monetario hace que el vínculo entre la evolución monetaria a corto plazo y las decisiones de política monetaria nunca pueda ser directo. La dificultad práctica es identificar la tasa subyacente no observada de la expansión monetaria, es decir, la tasa de crecimiento monetario que proporciona la señal pertinente de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. El enfoque consistente en aplicar filtros estadísticos para identificar las tendencias monetarias consideradas en el recuadro 3.6 es útil para explicar el vínculo a largo plazo existente entre el dinero y los precios, pero no es un sistema práctico y fiable para realizar valoraciones de política monetaria en tiempo real. La suavización implícita en cualquier procedimiento de filtrado requiere el uso tanto de observaciones pasadas conocidas como de observaciones futuras desconocidas del dinero

para poder obtener con precisión el componente de baja frecuencia al final de la muestra.

Por tanto, el análisis monetario del BCE adopta un enfoque más práctico para identificar la tasa subyacente de expansión monetaria: lleva a cabo un análisis exhaustivo de la situación de liquidez, que va bastante más allá del mero dato del crecimiento del agregado M3 e incluye un detallado estudio de sus contrapartidas (analizando el balance consolidado del sector de IFM, en particular los préstamos al sector privado), y de la composición del crecimiento de M3 (componentes y contribuciones por sectores).

Este enfoque se basa en la utilización complementaria de conocimientos técnicos y de métodos más formales y estructurados que incluyen una serie de modelos y herramientas analíticas (en el recuadro 3.7 se describen algunas de las herramientas empleadas

habitualmente). Los conocimientos técnicos acerca de las características institucionales del sector financiero y monetario ayudan a identificar el componente de la evolución monetaria observada que es atribuible a factores transitorios, como por ejemplo, cambios en el tratamiento fiscal de los ingresos por intereses o de las rentas del capital, o ajustes en la asignación de carteras de los sectores tenedores de dinero. La evolución monetaria que tiene su origen en estos «factores especiales» no es informativamente relevante sobre las perspectivas respecto a la estabilidad de precios.

El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario

Este enfoque es asimismo importante para utilizar en la práctica el valor de referencia del BCE para el crecimiento del agregado monetario amplio M3. Las desviaciones de la evolución monetaria observada con respecto a este valor de referencia pueden deberse a factores tanto transitorios como de carácter más persistente. Solo estos últimos suelen influir en el comportamiento tendencial de los precios. Así pues, la política monetaria no reacciona mecánicamente a las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia. Sin embargo, estas desviaciones hacen que se redoblen los esfuerzos para identificar y valorar la naturaleza y la persistencia de los factores responsables. Para respaldar estos esfuerzos se utiliza un conjunto mucho más amplio de información que no se limita a M3, incluidos, entre otros, los componentes y las contrapartidas de M3 en el balance de las entidades de crédito, la evolución de los diferenciales de tipos de interés y la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE. No obstante, el concepto del valor de referencia es ilustrativo del compromiso del BCE de realizar un análisis exhaustivo

de la evolución monetaria y, por tanto, avala esta orientación de medio a largo plazo.

La sólida relación existente a largo plazo entre el crecimiento monetario y la evolución de los precios permite valorar los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios, sin tener que examinar específicamente el funcionamiento del mecanismo de transmisión. Asimismo, los retardos con los que las desviaciones prolongadas del crecimiento monetario con respecto a patrones históricos generan riesgos para la estabilidad de precios pueden ser largos y de naturaleza diversa. Este hecho pone de manifiesto la importancia de entender los canales a través de los cuales la dinámica monetaria incide, en última instancia, en la evolución de los precios. Aunque el principal foco de atención del análisis monetario son las tendencias de la evolución monetaria, las desviaciones persistentes con respecto a estas tendencias son de especial interés, en la medida en que afectan a la dinámica de los mercados de activos. Los desequilibrios monetarios en forma de crecimiento excesivo del dinero y del crédito pueden manifestarse mediante una subida de los precios de los activos, antes de convertirse en un factor activo para determinar las tendencias de los precios de consumo a medio y largo plazo (esta relación se analiza en la sección 3.6).

El análisis monetario que efectúa el BCE trata de identificar la tasa subyacente de expansión monetaria que está estrechamente relacionada con la evolución de la inflación de medio a más largo plazo. Al mismo tiempo, el análisis exhaustivo de la evolución monetaria y del crédito puede proporcionar información valiosa sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión.

El análisis monetario se centra en los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios...

...y proporciona información valiosa sobre el mecanismo de transmisión

A este respecto, el análisis monetario contribuye a mejorar la valoración de los ajustes de las carteras de los hogares, las empresas y las entidades de crédito ante cambios en la estructura de rendimientos y, más en general, en los precios de los activos. Además, el análisis detallado de los balances de las entidades de crédito es fundamental para valorar la situación del sector bancario y, por tanto, la disponibilidad de financiación para el sector no financiero. En última instancia, este tipo de información también es de especial utilidad para formarse una opinión sobre la sostenibilidad de una determinada configuración de los precios de los activos y sobre las tendencias observadas en los mercados financieros.

Desde esta última perspectiva, la incorporación de un análisis sistemático de los desequilibrios monetarios al proceso de toma de decisiones de política monetaria, en forma de pilar monetario estratégico, puede ofrecer al banco central un instrumento para valorar si la evolución de los mercados financieros es sólida y sostenible, o más bien una fuente de amenazas para la estabilidad de precios y de la economía en su conjunto en un horizonte más amplio. En este último caso, un pilar monetario puede favorecer una actitud de «intervenir en contra de la tendencia» ante desequilibrios financieros, que puede proporcionar una valiosa línea de defensa preventiva frente a los riesgos para la estabilidad de precios que probablemente se materializarán en el largo plazo.

Recuadro 3.7 Instrumentos del análisis monetario

En los últimos años se ha mejorado significativamente el análisis monetario del BCE. Con el desarrollo de nuevos instrumentos, la operatividad de la relación entre las tendencias monetarias y la dinámica subyacente del nivel de precios se ha enriquecido y se ha fundamentado mejor desde el punto de vista analítico. En este contexto, se describen, a continuación, cuatro categorías de instrumentos analíticos que se utilizan ampliamente y de forma habitual en el análisis monetario del BCE: los modelos de demanda de dinero, los modelos estructurales de equilibrio general en los que el dinero y el crédito desempeñan un papel activo, los indicadores de riesgo de inflación basados en el dinero y el análisis del flujos de fondos.

Los modelos de demanda de dinero se utilizan de dos formas generales para evaluar la evolución monetaria. En primer lugar, se emplean para cuantificar la contribución de los diversos determinantes macroeconómicos al crecimiento monetario observado. Este análisis permite entender mejor las causas de dicho crecimiento, lo cual es necesario para formarse una opinión respecto a la tasa subyacente de expansión monetaria. En segundo lugar, los modelos se utilizan para desarrollar referencias normativas respecto al nivel de dinero o de crecimiento monetario compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo. No obstante, las desviaciones del crecimiento monetario efectivamente observado con respecto a dichos indicadores deben interpretarse con cautela. Esas desviaciones pueden corregirse mediante un período prolongado de crecimiento monetario reducido, mejor que con un aumento de la inflación vinculado, por ejemplo, a un desapalancamiento de los sectores tenedores de dinero.

Los modelos estructurales de equilibrio general que incorporan un papel activo para el dinero y el crédito ofrecen un enfoque complementario de la modelización de la demanda

de dinero. Estos modelos permiten identificar de forma más precisa los factores que determinan la evolución del dinero y del crédito. Asimismo, proporcionan una visión internamente coherente sobre cómo puede relacionarse el crecimiento monetario con la evolución de los precios, por ejemplo, a través de los efectos de las expectativas o de las fluctuaciones de los precios de los activos.

El proceso de formación de una opinión sobre las tendencias monetarias subyacentes y, en última instancia, de extracción de consecuencias a efectos de los riesgos para la estabilidad de precios es, primero y ante todo, un ejercicio discrecional de síntesis de distintos modelos, instrumentos, conjuntos de datos y análisis. No obstante, este ejercicio se complementa con la compilación de indicadores de riesgo de inflación basados en el dinero. Se trata de instrumentos empíricos que explotan las propiedades que poseen las medidas del crecimiento monetario suavizadas como indicadores adelantados de la inflación media durante un horizonte de medio plazo. Se utilizan, por tanto, para proporcionar una medida resumida de los riesgos para la estabilidad de precios durante ese horizonte que han señalado los datos monetarios.

El análisis de los flujos de fondos se basa en el marco sectorial coherente de las cuentas integradas de la zona del euro. Este análisis complementa y enriquece, principalmente de tres maneras, el análisis monetario basado en los balances de las IFM. En primer lugar, considera expresamente las decisiones respecto a las inversiones de cartera y la financiación examinando un conjunto más amplio de instrumentos financieros y un espectro, también más amplio, de canales de intermediación financiera. En segundo lugar, se utiliza para elaborar proyecciones financieras, que forman parte de los ejercicios periódicos de proyección macroeconómica, para conciliar la información financiera con el escenario de referencia implícito en las proyecciones del sector real y como *input* para el análisis de escenarios. En tercer lugar, junto con los indicadores sobre variables reales y precios de los activos, el análisis de flujos de fondos proporciona información adicional sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

En un contexto de permanente innovación financiera y cambio estructural, los instrumentos analíticos empleados en el análisis monetario han de ser perfeccionados, ampliados y mejorados constantemente para poder obtener evaluaciones fiables y robustas de las políticas. Por consiguiente, el análisis monetario del BCE mantiene un conjunto de instrumentos analíticos dinámico y en continua evolución.

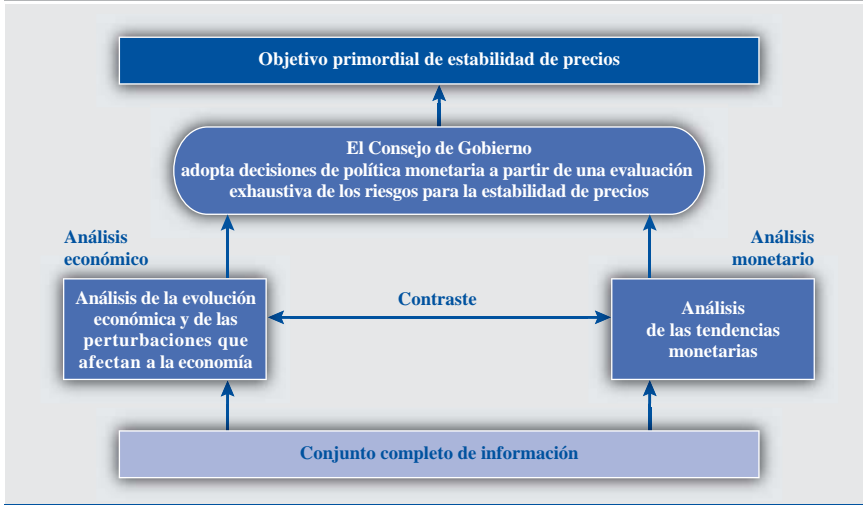
Contraste de la información procedente de los dos pilares

En cuanto a las decisiones del Consejo de Gobierno sobre la orientación adecuada de la política monetaria, el enfoque basado en dos pilares ofrece la posibilidad de 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 3.3). Este enfoque reduce el riesgo de error en la política monetaria que

**Contraste
de los dos
análisis**

Gráfico 3.3 La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad



generaría una dependencia excesiva de un solo indicador, proyección o modelo. Al adoptar un enfoque diversificado para interpretar la situación económica, la estrategia del BCE tiene por objeto adoptar una política monetaria sólida en un entorno de incertidumbre.

3.6 POLÍTICA MONETARIA, ESTABILIDAD FINANCIERA Y PRECIO DE LOS ACTIVOS

Estabilidad financiera y estabilidad de precios

Algunos bancos centrales desempeñan un importante papel en la consecución de la estabilidad financiera. Actualmente, la estabilidad de precios es el objetivo prioritario de la mayor parte de los bancos centrales del mundo, mientras que, en la mayoría de los casos, la responsabilidad en el ámbito de la estabilidad financiera está menos formalizada o recae en el sector público. Puede que los bancos centrales con el mandato explícito de mantener la estabilidad financiera necesiten utilizar sus instrumentos de política monetaria para lograr este fin, con independencia de los posibles conflictos que se puedan plantear con el objetivo de estabilidad de precios. En

cuanto a la política monetaria del BCE, la contribución a la estabilidad financiera queda subordinada al objetivo de estabilidad de precios (véase capítulo 1). Esta responsabilidad refleja la opinión de que, en última instancia, la estabilidad de precios es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria para favorecer la estabilidad financiera.

La estabilidad de precios es una condición imprescindible para alcanzar la estabilidad financiera. Al mismo tiempo, al velar por el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, la estabilidad financiera ayuda a los bancos centrales a fomentar la estabilidad de precios. Por tanto, desde una perspectiva a más largo plazo, la estabilidad financiera y la estabilidad de precios son objetivos de política monetaria que se refuerzan recíprocamente. En horizontes temporales más cortos, es posible que la estabilidad financiera y la estabilidad de precios no vayan unidas. Incluso en un entorno de estabilidad de precios pueden desarrollarse desequilibrios financieros que pongan en peligro dicha estabilidad. En caso de

Estabilidad financiera y estabilidad de precios

El papel del banco central en la consecución de la estabilidad financiera

que se produzcan burbujas de precios de los activos, los bancos centrales deben adoptar una perspectiva a más largo plazo en su respuesta de política monetaria. Una orientación de medio plazo ayuda a los responsables de la política monetaria a captar el carácter más duradero de la perturbación y a formular una respuesta de política monetaria que «contrarreste» la acumulación de desequilibrios en los precios de los activos. En cambio, un marco de política con un horizonte temporal fijo previamente especificado podría llevar a los citados responsables a adoptar una perspectiva excesivamente cortoplazista de los riesgos para la estabilidad de precios y, posiblemente, a desestabilizar las expectativas de inflación.

Respuesta de los bancos centrales a los precios de los activos

En ocasiones, los precios de los activos parecen aumentar por encima de los niveles que se consideran acordes con una valoración adecuada del activo subyacente. Esta situación puede indicar la existencia de una «burbuja» en el mercado de activos, es decir, un aumento rápido y sostenido de los precios que revertirá, posiblemente causando distorsiones, en algún momento en el futuro. Cuando se generan estas burbujas, el contenido informativo de los precios de los activos desaparece. En épocas normales, los precios de los activos son variables informativas muy importantes y tienen un carácter inherentemente prospectivo, en el sentido de que están determinados, fundamentalmente, por las expectativas de los participantes en el mercado sobre la evolución futura de su rentabilidad subyacente. Sin embargo, cuando se forma una burbuja, las expectativas acerca del potencial de rentabilidad del activo subyacente podrían llegar a reflejar una visión excesivamente optimista.

La formación de burbujas puede distorsionar la asignación de recursos en la economía y perjudicar la estabilidad macroeconómica durante un período prolongado. Habida cuenta de sus repercusiones para la estabilidad macroeconómica, un desplome del precio de los activos, cuando las expectativas de rendimientos excesivos se corrigen bruscamente, puede significar el comienzo de períodos de contracción económica. En caso de que la formación de una burbuja vaya asociada a la creación excesiva de crédito y de liquidez, el derrumbe del precio de los activos puede convertirse en causa de tendencias deflacionistas. Tras el estallido de una burbuja de estas características, la economía puede verse inmersa en un largo período de ajuste con tasas de crecimiento inferiores a la media hasta que se estabilice.

Por consiguiente, las burbujas de precios de los activos plantean un importante reto para la estrategia de política monetaria de un banco central. Para detectar una burbuja especulativa, es necesario conocer bien cuál es probable que sea la valoración «correcta» de los activos. Estos escenarios suelen estar sometidos a una incertidumbre considerable, de modo que a los responsables de la política monetaria les puede resultar difícil identificar las burbujas de los precios de los activos en tiempo real, especialmente cuando se encuentran en una fase incipiente. En consecuencia, estas burbujas con frecuencia solo pueden identificarse con cierto grado de seguridad a posteriori.

Aunque las mencionadas dificultades para detectar burbujas son ciertamente serias, la historia económica sugiere que las señales de «excesos» que son simultáneas y se refuerzan recíprocamente pueden alertar de que se está formando una burbuja de precios de

... pueden representar una amenaza para la economía...

... y son difíciles de identificar en tiempo real

Indicadores de la aparición de desequilibrios financieros

Las burbujas de precios de los activos...

los activos. Por ejemplo, los indicadores agregados de desequilibrios monetarios y financieros pueden aportar evidencia que ayude a valorar la sostenibilidad de una fase alcista del precio de los activos. Entre estos últimos indicadores, los extensos estudios empíricos realizados han permitido identificar una serie de variables monetarias y financieras que parecen tener una correlación clara con la inflación del precio de los activos, particularmente cuando se producen burbujas de estos precios que terminan en crisis financieras. De estas variables, el volumen de crédito agregado demuestra una relación bastante sistemática y directa con episodios de turbulencias en los precios de los activos.

Las respuestas de política monetaria a las burbujas de precios de los activos

La literatura ha considerado varios enfoques que los bancos centrales podrían utilizar en respuesta a las burbujas de precios de los activos. El enfoque más radical consiste en incluir directamente los precios de los activos en el índice de precios que define la estabilidad de precios. No obstante, fijar objetivos de precios de los activos como ocurre con los precios de consumo, ya sea mediante la inclusión en un índice de precios más amplio o de otra manera, no es un enfoque razonable, ya que muy probablemente conduciría a una política monetaria que provocaría el pinchazo de la burbuja, lo que introduciría una inestabilidad innecesaria a la economía. Otra opción, apoyada por muchos bancos centrales antes de la crisis financiera mundial, es abstenerse de recurrir a la política monetaria para hacer frente a estas burbujas pero, en su lugar, «limpiar» sus efectos después de que haya estallado.

«Pinchar» burbujas puede resultar costoso

La opción de «pinchar» burbujas a través de la política monetaria no es viable si esta está orientada a la estabilidad.

Este enfoque exigiría un fuerte endurecimiento de la política, con el fin de frenar la especulación cuando se detectase una burbuja. También afectaría negativamente a las perspectivas de crecimiento y, por consiguiente, podría originar importantes riesgos para el conjunto de la economía. Además, una burbuja podría ser resistente, al principio, a subidas agresivas de los tipos de interés, aumentando así el riesgo de una reacción excesiva de la política monetaria. Asimismo, la experiencia adquirida durante la crisis financiera ha puesto en duda la creencia general de que los bancos centrales deberían dejar que las burbujas de precios de los activos estallaran de forma natural, sin tomar medidas para contenerlas, y después relajar significativamente la política monetaria para reparar sus consecuencias macroeconómicas adversas. Esta política, si se aplica de manera sistemática, puede introducir un sesgo en la orientación de la política monetaria, que puede incrementar la probabilidad de que se forme una burbuja inicialmente.

Un enfoque que ha adquirido una popularidad creciente con el tiempo es el de «intervenir en contra» de los excesos de los mercados financieros. Este enfoque no supone establecer objetivos concretos de precios para un determinado activo o índice, sino que trata más bien de asegurar que la evaluación general sobre la que se basan las decisiones de política monetaria incorpore un análisis de los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios derivados de la evolución de los precios de los activos. Por tanto, ante perspectivas macroeconómicas similares, el banco central adoptaría una política monetaria más restrictiva enfrenteado a un mercado de activos cuyos precios se están inflando que en condiciones más normales del mercado.

El enfoque consistente en «intervenir en contra de la tendencia»...

De este modo, el banco central, en una fase temprana de la dinámica de los mercados, pecaría de exceso de prudencia al intentar evitar alimentar la burbuja con una política demasiado acomodaticia.

... tiene ventajas

Un argumento importante a favor del enfoque de «intervenir en contra de la tendencia» es su simetría implícita. En contraposición con el enfoque de «limpieza», según el cual la política monetaria actúa principalmente para apoyar a la economía cuando se produce un descenso acusado de los precios de los activos, ya se habrían utilizado los tipos de interés para contrarrestar la formación de una burbuja de precios de los activos. Además, y a diferencia del planteamiento consistente en establecer un objetivo de precios de activos, la reacción de la política monetaria no sería automática, sino que implicaría una valoración del origen de la burbuja y del estado de la economía cuando se genera.

La estrategia de política monetaria del BCE tiene en cuenta la evolución del precio de los activos

A este respecto, la estrategia de política monetaria basada en dos pilares del BCE ofrece un marco adecuado para poner en evidencia las condiciones y las circunstancias en las que una evolución tendencial sostenida del precio de los activos puede afectar negativamente a la estabilidad macroeconómica. Aunque el BCE no establece un objetivo de precios de los activos, realiza un atento seguimiento de determinados fenómenos financieros (como los crecientes excesos en la creación de dinero y de crédito) que, si se detectan conjuntamente con inflación del precio de los activos, pueden revelar la naturaleza de aquellos e informar sobre si deben o no ser tenidos en cuenta al trazar uno u otro rumbo de la política monetaria. El análisis monetario ayuda a valorar la evolución de los precios de los activos

y hasta qué punto plantean un riesgo para la estabilidad de precios en un futuro más lejano. Esta es la manera en que los elementos del enfoque de «intervenir en contra de la tendencia» se han incorporado a la estrategia del BCE. Además, el contraste periódico de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario prolonga el horizonte para el que el BCE traza la posible evolución de los precios de consumo. Gracias a la perspectiva a medio y a largo plazo que proporciona el pilar monetario y al seguimiento sistemático de la evolución monetaria y del crédito que se realiza en el análisis monetario, la estrategia de dos pilares no pasa por alto el papel que puede desempeñar esta evolución como factor determinante de la inflación de los precios de consumo a medio y a largo plazo.

3.7 TRANSPARENCIA Y COMUNICACIÓN

Independencia, transparencia y rendición de cuentas del banco central

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 requisito básico imprescindible y un aspecto fundamental de la legitimidad democrática. Un mandato

Independencia y transparencia

claramente definido constituye la base de la legitimidad democrática de delegar la política monetaria en un banco central independiente. El hecho de que esta institución centre principalmente su atención en el mandato de mantener la estabilidad de precios permite a la opinión pública exigirle responsabilidades con mayor facilidad. En este sentido, la rendición de cuentas impone una disciplina al banco central para que desempeñe sus funciones con una alta profesionalidad.

Un concepto estrechamente relacionado con la rendición de cuentas, aunque distinto, es el de la transparencia del banco central. Esta 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 sobre sus procedimientos, y lo hace de forma abierta, clara y puntual. Actualmente, la mayor parte de los bancos centrales, incluido el BCE, considera que la transparencia constituye un componente esencial de su marco de política monetaria, y subraya 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 asegurar que la opinión pública comprenda mejor la política monetaria y que, en consecuencia, sea más creíble y efectiva.

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 seguir y a evaluar el comportamiento del banco central. Además, 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 aclarar 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

¿Qué hace que un banco central sea transparente?

El BCE debe rendir cuentas ante los ciudadanos de la UE

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 de los Tratados, 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 UE y, más formalmente, al Parlamento Europeo, la única institución europea cuyos miembros son elegidos directamente por los ciudadanos de la UE.

Las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo

La relación del BCE con el Parlamento Europeo respeta plenamente la independencia del banco central. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea impone una serie de obligaciones al BCE en materia de remisión de información (por ejemplo, presentación del Informe Anual por el presidente ante el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE) y de comparencias periódicas del presidente (y de otros miembros del Comité Ejecutivo en casos específicos) ante el Parlamento Europeo para garantizar la rendición de cuentas (véase capítulo 1).

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.

La transparencia fomenta la credibilidad...

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 de inflación. A este respecto, resulta especialmente útil que el banco central informe con frecuencia de cuál 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).

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

En segundo lugar, un compromiso firme 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 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 puedan 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 en este ámbito sean más previsibles. Esta previsibilidad es importante para la ejecución de la política monetaria: si bien los bancos centrales solo 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 del BCE

Para lograr una mejor comprensión de la política monetaria, los principales aspectos del proceso de su formulación deberían ser comprensibles para el público en general. Sin embargo, en la práctica resulta difícil ofrecer a la opinión pública una descripción exhaustiva y perfectamente inteligible de todos los elementos y aspectos detallados del proceso interno de formulación de la política monetaria y, al mismo tiempo, 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

La presentación de la política monetaria al público...

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

publicación de información. También exige estructurar dicha información de forma que la opinión pública pueda comprenderla. La transparencia ha contribuido a mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación. Mediante el anuncio público de su estrategia de política monetaria y la comunicación transparente de su análisis periódico de los riesgos para la estabilidad de precios, el BCE ha alcanzado un alto grado de previsibilidad, aumentando con ello la efectividad de la política monetaria. Ciertamente, la capacidad de los mercados financieros para predecir las decisiones de política monetaria ha mejorado, en general, en la última década. El enfoque de transparencia adoptado por el BCE ha favorecido el entendimiento de dicha política por parte de los mercados.

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

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 de inflación, véase el recuadro 3.3), 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. En consecuencia, el BCE ha ido más allá de las exigencias formales del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en sus actividades de comunicación, al adoptar otros medios para garantizar la rendición de cuentas y la transparencia (véase recuadro 3.8).

Recuadro 3.8 Principales canales de comunicación utilizados por el BCE

Las conferencias de prensa mensuales del presidente y el vicepresidente y el Boletín Mensual son dos de los canales de comunicación más importantes del BCE. El comunicado preliminar del presidente en la conferencia de prensa proporciona un resumen exhaustivo 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 el sitio web del BCE, por lo que la conferencia de prensa es un medio eficaz de presentar y explicar los debates que se producen en el seno del Consejo de Gobierno, así como 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 la información utilizada por este 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 los sitios web del Parlamento Europeo y del BCE. 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 de los datos estadísticos recogidos por el banco central (véase recuadro 3.4), una vez confirmada su fiabilidad. 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 un estrecho contacto con la opinión pública nacional y regional, traducen las señales de política monetaria a los distintos idiomas y las adaptan al contexto nacional.

3.8 LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE: UN PUNTO DE REFERENCIA EN LA CRISIS FINANCIERA

La respuesta del BCE a la crisis financiera

Una buena estrategia debe ser adecuada tanto en épocas normales como cuando los responsables de la política monetaria afrontan un aumento de la

incertidumbre. Durante la crisis financiera, la estrategia de política monetaria del BCE continuó sirviendo de punto de referencia para las decisiones en este ámbito. La experiencia adquirida durante la crisis ha demostrado la solidez y la eficacia del marco basado en dos pilares. Permitió que el Consejo de Gobierno adoptase un amplio conjunto de medidas y se centrase en la estabilidad de precios a medio plazo.

Ciertamente, los principales elementos de la estrategia han servido de orientación para formular y explicar la política monetaria del BCE desde la introducción del euro (véase capítulo 5).

Medidas no convencionales

Para responder a la crisis financiera, el Eurosistema ha adoptado medidas sin precedentes en cuanto a su naturaleza, alcance y magnitud, y representan una respuesta extraordinaria a unas circunstancias excepcionales en un entorno de incertidumbre inusualmente elevada y de inestabilidad en los mercados financieros. Además de las medidas convencionales de reducción de los tipos de interés hasta niveles históricamente bajos, el Consejo de Gobierno decidió adoptar medidas no convencionales que incluyeron medidas de apoyo al crédito y el programa para los mercados de valores (véase recuadro 5.1).

La estrategia de salida del BCE

La estrategia de salida del BCE comprende un conjunto de principios para orientarle en la retirada de las diversas medidas no convencionales adoptadas durante la crisis financiera. Mantener durante demasiado tiempo una política monetaria acomodaticia entraña el riesgo de que surjan presiones inflacionistas en el futuro y también prepara el camino para futuros desequilibrios en los mercados financieros. En un entorno de tipos de interés extraordinariamente reducidos y de abundante liquidez, era fundamental el compromiso creíble del banco central de revertir las medidas convencionales y no convencionales cuando la situación volviese a la normalidad. Ciertamente, el BCE subrayó que las medidas no convencionales se habían establecido teniendo presente la estrategia de salida. Al mismo tiempo, para evitar expectativas prematuras de salida, el BCE hizo hincapié en que no había que confundir la existencia de una estra-

tegia de salida con su activación. Asimismo, el BCE explicó pormenorizadamente los argumentos que respaldaron la introducción y la retirada de las medidas no convencionales.

Las actividades de comunicación del BCE durante la crisis financiera

Como se explica en la sección 3.7, la comunicación es un elemento importante de la estrategia de política monetaria del BCE. Como herramienta fundamental para gestionar las expectativas del sector privado, contribuye sensiblemente a mejorar la eficiencia y la credibilidad de la política monetaria, lo que es especialmente relevante en períodos de mayor incertidumbre. Durante la crisis financiera y posteriormente, el objetivo de las actividades de comunicación del BCE ha sido explicar los motivos de las medidas excepcionales introducidas y contribuir a restablecer la confianza del sector privado en la economía y el correcto funcionamiento de los mercados. A este respecto, el BCE ha proporcionado información puntual y objetiva con el fin de actuar con la mayor transparencia posible, habida cuenta de las excepcionales circunstancias. La comunicación del BCE desde el comienzo de las turbulencias financieras, en agosto de 2007, ha contribuido considerablemente a mantener las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE (véase gráfico 3.4).

El BCE ha comunicado que su estrategia de salida de las medidas no convencionales se basa en cuatro elementos clave.

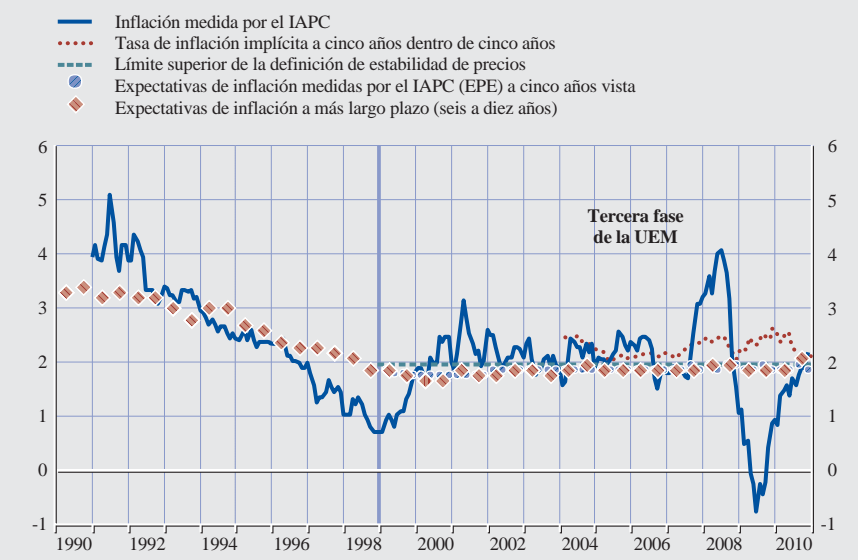
El primer elemento de la estrategia de salida es el estrecho vínculo existente con la estrategia de política monetaria

La comunicación como herramienta para mantener la confianza

Elementos clave de la estrategia de salida

Gráfico 3.4 Expectativas de inflación en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat, Reuters y Consensus Economics.

y el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios del BCE. Esto implica que las medidas no convencionales podrían mantenerse mientras persistan las tensiones considerablemente anómalas, las distorsiones en los mercados de crédito y las deficiencias en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. No obstante, en el momento en que su continuación suponga una amenaza para la estabilidad de precios, su retirada inmediata es inevitable.

El segundo elemento clave es el carácter prospectivo inicial de las medidas. Todas las medidas no convencionales son temporales y, hasta cierto punto, incorporan mecanismos de autocorrección. La mayor parte de las medidas se diseñaron para ser retiradas automáticamente, salvo que se mantengan expresamente.

El tercer elemento conceptual de la estrategia de salida es la capacidad permanente del BCE para actuar, es decir, la capacidad técnica e institucional de adoptar las decisiones adecuadas y aplicarlas cuando las circunstancias lo justifiquen. Esta condición se sustenta en el marco operativo del Eurosistema y en la independencia institucional establecida en los Tratados.

El cuarto elemento es la credibilidad del Eurosistema y su reputación de que actúa cuando se considera adecuado. El BCE se ha ganado este prestigio gracias a su buena trayectoria durante la primera década de la UEM. El compromiso creíble del BCE con el mantenimiento de la estabilidad de precios ha ayudado a estabilizar las expectativas de inflación en la zona del euro durante la crisis.

4 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En este capítulo se explica cómo el Eurosistema ejecuta las decisiones de política monetaria utilizando los instrumentos de política monetaria. En la primera sección se presentan los objetivos y los principios generales 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, sistema de reservas mínimas y facilidades permanentes), que se examinan con más detalle en las secciones siguientes, en las que se analiza 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 doce primeros años de la política monetaria única.

4.1 OBJETIVOS Y PRINCIPIOS GENERALES 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 fundamental en la transmisión de la política monetaria. Al controlar dichos tipos, la política monetaria influye de forma significativa en los tipos de interés nominales a corto plazo y, a través de diversos canales, en las decisiones de gasto de las empresas y los hogares, en la evolución monetaria y financiera y, en última instancia, en el nivel de precios.

El marco operativo...

Para alcanzar su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro, el Eurosistema utiliza un conjunto de instrumentos y procedimientos de política monetaria que constituyen el marco operativo utilizado para llevar a la práctica las decisiones en esta materia.

... 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 es necesario para mantener la estabilidad

de precios a medio plazo, mientras que el marco operativo establece la manera de alcanzar dicho nivel con los instrumentos y los procedimientos 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 a través de sus decisiones relativas a los tipos de interés oficiales 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 mantenidas por las entidades de contrapartida en el Eurosistema y el recurso de dichas entidades a la facilidad de depósito, todas ellas partidas del pasivo del balance del Eurosistema. Las reservas pueden desagregarse a su vez en reservas obligatorias y exceso de reservas. Las entidades de contrapartida están obligadas a mantener en los bancos centrales nacionales (BCN) unas reservas mínimas (véase sección 4.3). Además de estas reservas obligatorias, las entidades de crédito suelen mantener voluntariamente un pequeño saldo de

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

exceso de reservas en el Eurosistema. No obstante, esta situación puede variar en períodos de graves tensiones en los mercados financieros. En virtud de su monopolio, un banco central puede gestionar la liquidez del mercado monetario e influir en los tipos de interés de este mercado. En términos generales, el Eurosistema asigna un volumen de liquidez que permite a las entidades de crédito de la zona del euro cubrir sus necesidades de liquidez a un precio acorde con las señales sobre la orientación de su política monetaria, que se refleja en los tipos de interés oficiales que fija el BCE.

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

Además de controlar los tipos de interés mediante la gestión de la liquidez, el banco central puede, también, enviar señales al mercado monetario sobre la orientación de su política monetaria. Para señalar un cambio en dicha orientación, el banco central, por lo general, modifica las condiciones en las que está dispuesto a realizar operaciones con las entidades de crédito. Las más obvias son las que se refieren a los tipos de interés oficiales fijados por el banco central.

... y garantizar un funcionamiento ordenado del mercado monetario

Con sus operaciones, el banco central pretende, asimismo, garantizar el funcionamiento ordenado del mercado monetario y ayudar a las entidades de crédito a satisfacer adecuadamente sus necesidades de liquidez. Para ello, el banco central proporciona a las entidades de crédito financiación regularmente y mecanismos que les permiten ajustar sus saldos de fin de día y hacer frente a fluctuaciones transitorias de liquidez.

Los principios básicos del marco operativo son la eficiencia operativa,...

El marco operativo del Eurosistema se basa en una serie de principios rectores que se complementan y refuerzan mutuamente. El más importante es el de la eficiencia operativa, que 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 de los distintos canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En otras palabras, la eficiencia operativa garantiza la señalización y la transmisión de la política monetaria.

Para que la señalización sea eficaz, el marco operativo debe permitir que la determinación de la orientación de la política monetaria y la gestión de la liquidez se mantengan separadas. Concretamente, este principio supone el establecimiento de una distinción clara entre las decisiones de política monetaria que están orientadas al mantenimiento de la estabilidad de precios, por una parte, y las operaciones de liquidez cuyo fin es mantener los tipos de interés de mercado próximos al nivel determinado por la orientación de la política monetaria, por otra.

... la separación entre la formulación y la instrumentación de la política monetaria...

Para garantizar la transmisión eficaz de la política monetaria, el marco operativo tiene que ser coherente con los principios de una economía de mercado en la que la competencia es fundamental para garantizar la asignación eficiente de los recursos. Este principio se ratifica en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, cuyo artículo 127 establece que, para la consecución de 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...». El correcto funcionamiento del mercado interbancario es esencial para la transmisión de la política monetaria desde los plazos más cortos

... y la orientación de mercado

del mercado monetario hasta la economía real y los precios.

Otros principios rectores son el trato equitativo, la armonización,...

Otros principios importantes son el trato equitativo de las entidades financieras y la armonización de las normas y los procedimientos en toda la zona del euro. Dado que se adopta un enfoque conjunto para la zona, las entidades

de crédito deben recibir el mismo trato en toda ella, independientemente de su tamaño o de su ubicación. La armonización de las normas y de los procedimientos está encaminada a garantizar la igualdad de trato, al ofrecer condiciones idénticas a todas las entidades de crédito de la zona que realicen operaciones con el Eurosistema.

Cuadro 4.1 Operaciones de política monetaria del Eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación ¹⁾		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
Operaciones de mercado abierto				
Operaciones principales de financiación	• Operaciones temporales	–	• Una semana ²⁾	• Semanal
Operaciones de financiación a plazo más largo	• Operaciones temporales	–	• Tres meses	• Mensual
Operaciones de ajuste	• Operaciones temporales • <i>Swaps</i> de divisas	• Operaciones temporales • Depósitos a plazo fijo • <i>Swaps</i> de divisas	• Sin normalizar	• No regular
Operaciones estructurales	• Operaciones temporales	• Emisión de certificados de deuda del BCE	• Normalizado/ sin normalizar	• Regular/ no regular
	• Compras simples	• Ventas simples	–	• No regular
Facilidades permanentes				
Facilidad marginal de crédito	• Operaciones temporales	–	• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida
Facilidad de depósito	–	• Depósitos	• Un día	• Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

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

2) El vencimiento ha sido de una semana desde el 10 de marzo de 2004. Con anterioridad a dicha fecha, era de dos semanas (véase recuadro 4.2).

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

El marco operativo también debe ser coherente con los principios de sencillez, transparencia, continuidad, seguridad y eficiencia en los costes. La sencillez y la transparencia aseguran que los participantes en los mercados financieros entiendan correctamente la finalidad de las operaciones de política monetaria. El principio de continuidad tiene por objeto evitar cambios frecuentes e importantes en los instrumentos y en los procedimientos, de manera que los bancos centrales y sus entidades de contrapartida puedan basarse en la experiencia cuando participen en 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 debería mantener bajos los costes que entraña el marco operativo para el Eurosistema y sus entidades de contrapartida.

... y la descentralización de la instrumentación

Por último, un principio específico del Eurosistema es la descentralización de la instrumentación de la política monetaria. Con arreglo a este principio, normalmente son los BCN quienes se encargan de llevar a cabo las operaciones de política monetaria del Eurosistema, lo que significa que el BCE es responsable de la coordinación de las operaciones y los BCN de su realización.

4.2 ASPECTOS GENERALES 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».

El Eurosistema utiliza dos tipos de operaciones: operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes. En el cuadro 4.1 se presenta un resumen general de sus características principales. Las operaciones más importantes son las operaciones de mercado abierto. Este término designa las operaciones realizadas a iniciativa del BCE, que habitualmente se llevan a cabo en el mercado monetario. Tal como se explica en la sección 2.6, el «mercado monetario» se refiere al mercado en el que, en general, las operaciones tienen un plazo inferior a un año. Entre las operaciones de mercado abierto se incluyen las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), las operaciones de ajuste y las operaciones estructurales. Estas operaciones 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 sector bancario de la zona del euro.

Las OPF son las operaciones de mercado abierto más importantes y 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 adecuados, para proteger al Eurosistema de posibles riesgos financieros. En el recuadro 4.1 se ofrece más información sobre las entidades de contrapartida del Eurosistema y sobre los activos de garantía exigidos en sus operaciones de inyección de liquidez.

Operaciones de mercado abierto

Operaciones principales de financiación

Recuadro 4.1 Entidades de contrapartida y activos de garantía

1. Entidades de contrapartida

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

Para ser seleccionadas, las entidades de crédito deben estar sujetas al sistema de reservas mínimas del Eurosistema y, como mínimo, a una supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales en el ámbito de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo (UE/EEE), además de tener una posición financiera sólida. Las entidades que operen en la zona del euro, tengan una posición financiera sólida y estén sujetas a una supervisión no armonizada por parte de las autoridades nacionales competentes comparable a la supervisión armonizada UE/EEE, también pueden ser aceptadas como entidades de contrapartida (por ejemplo, las sucursales en la zona euro de entidades constituidas fuera del EEE). Además, las entidades de contrapartida han de cumplir todos los criterios de tipo operativo que se especifiquen en las disposiciones normativas o en los acuerdos contractuales 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 enero de 2011, existían 6.334 entidades de crédito en la zona del euro, pero solo 2.267 cumplían los criterios operativos requeridos para participar en las operaciones de mercado abierto, 2.395 los criterios operativos para acceder a la facilidad marginal de crédito y 2.789 los criterios operativos para utilizar la facilidad de depósito.

El número de entidades de contrapartida que participan realmente en las operaciones de mercado abierto suele ser mucho más bajo que el de entidades que cumplen los criterios de selección necesarios. En el segundo semestre del 2010, participaron, en promedio, 145 entidades en las OPF y 94 en las OFPML.

El Eurosistema puede seleccionar a un número limitado de entidades de contrapartida para que participen en las operaciones de ajuste. En los *swaps* de divisas llevados a cabo con fines de política monetaria, el Eurosistema utiliza a entidades establecidas en la zona del euro que participan activamente en el mercado de divisas.

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

De conformidad con lo establecido en las disposiciones normativas o en los acuerdos contractuales aplicados por los respectivos BCN, o por el BCE, el Eurosistema podrá, por

motivos de prudencia, suspender, limitar o excluir el acceso de determinadas entidades de contrapartida a los instrumentos de política monetaria.

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 de información 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

Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se basan en una amplia gama de activos que las entidades de contrapartida pueden utilizar como garantía en sus operaciones de crédito. 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.

Para ser aceptados en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, los activos de garantía que aporten las entidades de contrapartida 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 por privados.

El Eurosistema ha desarrollado un sistema de activos de garantía único común a todas sus operaciones de crédito. Este sistema, también denominado «lista única», entró en vigor el 1 de enero de 2007 y sustituyó al sistema de dos listas que había estado vigente desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

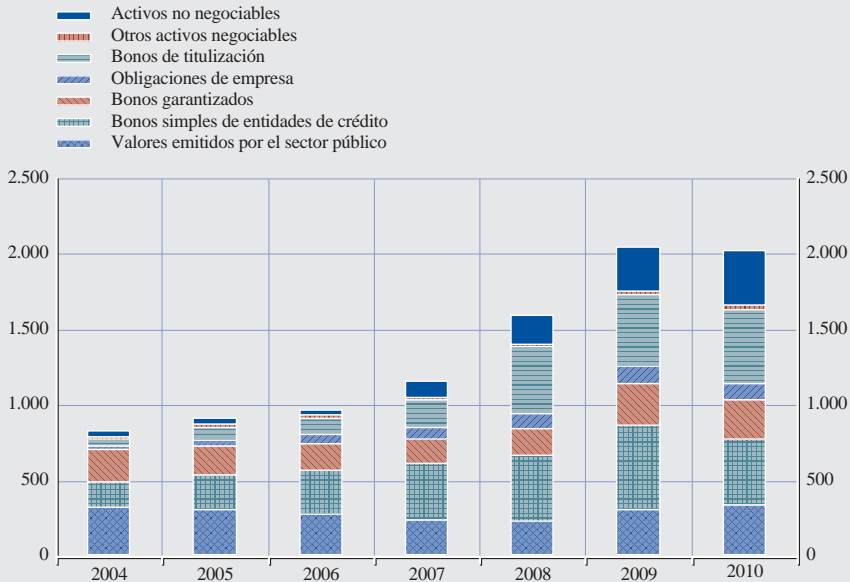
Este sistema único incluye dos categorías distintas de activos: activos negociables y activos no negociables. No existe distinción alguna entre las dos categorías de activos por lo que respecta a su admisión para los diversos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema, salvo que este no utiliza activos no negociables en las operaciones simples. Los activos que pueden emplearse como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema pueden utilizarse también para garantizar el crédito intradía. Los criterios de selección de las dos categorías de activos son uniformes en toda la zona del euro.

El gráfico 4.1 muestra que el volumen de activos presentados como garantía aumentó considerablemente entre los años 2007 y 2009, debido, en gran parte, a las tensiones observadas en los mercados financieros durante dicho período. El incremento más importante se registró en los productos financieros estructurados, como los bonos de titulización y los bonos garantizados, que representan casi el 40 % de los activos de garantía totales.

Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden utilizar los activos de garantía admitidos de forma transfronteriza, es decir, pueden obtener fondos del BCN del Estado miembro en el que están establecidas haciendo uso de activos depositados en otro Estado miembro.

Gráfico 4.1 Detalle de activos presentados como garantía

(mm de euros; medias anuales)



Fuente: BCE.

3. Medidas de control de riesgos

Todos los activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema están sujetos a medidas específicas de control de riesgos para proteger al Eurosistema frente a cualquier pérdida financiera en que pudiera incurrir si hubiera que vender los citados activos en caso de impago por parte de una entidad de contrapartida.

El Eurosistema aplica medidas específicas de control de riesgos, dependiendo del tipo de activo de garantía aportado por la entidad de contrapartida. El BCE determina las medidas de control de riesgos apropiadas para los activos admitidos, tanto negociables como no negociables. Estas medidas están casi totalmente armonizadas en toda la zona del euro para garantizar que se apliquen condiciones homogéneas, transparentes y no discriminatorias a todos los tipos de activos de garantía admitidos.

Estas medidas de control de riesgos incluyen recortes de valoración, que suponen que el valor del activo de garantía se calcula restando un determinado porcentaje («recorte») a su valor de mercado. El Eurosistema también exige que se mantenga en el tiempo el valor de mercado del activo de garantía, ajustado por el recorte, aplicando márgenes de variación (ajuste a mercado). Por último, las medidas de control de riesgos incluyen límites con respecto al uso de instrumentos de deuda sin garantías.

El Eurosistema puede aplicar medidas adicionales de control de riesgos si son necesarias para garantizar una protección adecuada frente al riesgo. Por motivos de prudencia, el Eurosistema también puede rechazar activos, limitar su utilización o aplicar recortes adicionales a activos presentados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema por parte de determinadas entidades de contrapartida.

Operaciones temporales

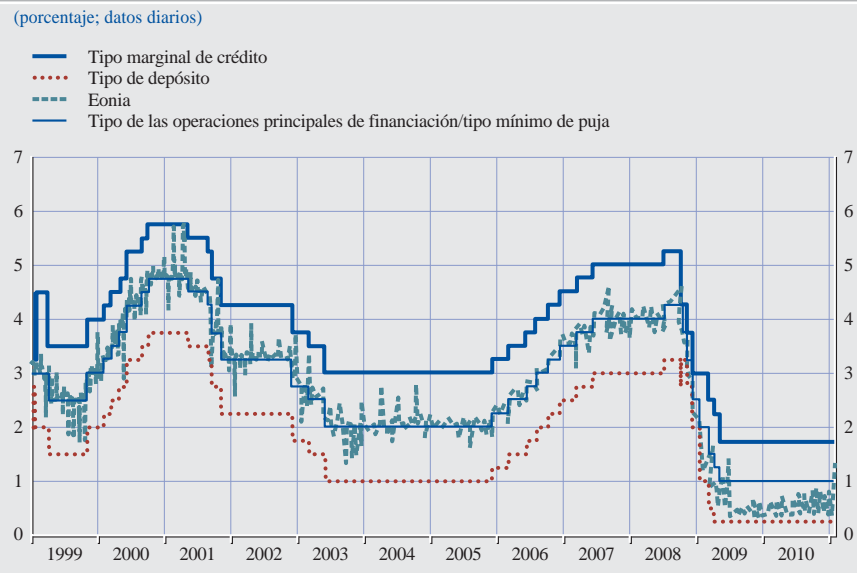
La financiación mediante operaciones de mercado abierto se realiza, por lo general, a través de operaciones temporales en las que el banco central compra activos bajo pacto de recompra o concede préstamos respaldados por activos de garantía (véase recuadro 4.3). Por lo tanto, son operaciones de mercado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

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 correspondiente del mercado monetario, y el tipo de interés de la facilidad de depósito es sustancialmente inferior al tipo de interés del mercado monetario. En consecuencia, las entidades de crédito suelen utilizar las facilidades permanentes solo 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.

Gráfico 4.2 Tipos de interés oficiales del BCE y eonia desde 1999



Fuente: BCE.

1) Antes del 28 de junio de 2000 las OPF se instrumentaban mediante subastas a tipo de interés fijo. A partir de la operación que se liquidó el 28 de junio de 2000 y hasta la operación liquidada el 15 de octubre de 2008, las OPF se instrumentaban a través de subastas a tipo variable con un tipo mínimo de puja anunciado previamente. Desde la operación liquidada el 15 de octubre de 2008, las OPF se llevan a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y está previsto seguir aplicando este procedimiento al menos hasta el período de mantenimiento terminado el 12 de julio de 2011. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades pueden realizar sus pujas (véase sección 4.4).

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

Al fijar los tipos de interés de las facilidades permanentes, el Consejo de Gobierno determina efectivamente la banda de fluctuación del tipo de interés a un día del mercado monetario. El gráfico 4.2 presenta la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE desde enero de 1999 y muestra cómo 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, medido por el eonia (tipo medio del depósito a un día en euros).

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

El gráfico 4.2 muestra que, en épocas normales, el eonia se ha mantenido, en general, próximo al tipo de interés de las OPF, lo que demuestra la importancia de estas operaciones como principal instrumento de política monetaria del Eurosistema. Este comportamiento cambió en octubre de 2008, cuando el Eurosistema adoptó medidas no convencionales para contrarrestar los efectos negativos de la intensificación de la crisis financiera (véanse recuadro 5.1 y capítulo 5). El gráfico 4.2 refleja también que el eonia sigue un patrón de picos ocasionales, relacionado con el sistema de reservas mínimas del Eurosistema, tal como se explica con más detalle en la sección 4.3.

Por último, como puede observarse en el gráfico 4.2, las diferencias entre los tipos de interés de las facilidades permanentes y el de las OPF permanecieron estables entre abril de 1999 y octubre de 2008 en ± 1 punto porcentual. Posteriormente, la banda se estrechó temporalmente hasta $\pm 0,5$ puntos porcentuales, antes de volver a ampliarse hasta $\pm 0,75$ puntos porcentuales en mayo de 2009, cuando el Consejo de Gobierno decidió fijar el tipo de interés de las OPF en el 1%.

4.3 RESERVAS MÍNIMAS

La función principal del sistema de reservas mínimas 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 (por ejemplo, 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 en 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 exceso 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 su 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.

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 déficits o superávits de liquidez a un período futuro.

Estabilización de los tipos de interés del mercado monetario

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 4.2.

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 hecho de que las entidades de crédito tengan que mantener unas reservas obligatorias en los BCN contribuye a aumentar su demanda de financiación al banco central. Esto facilita la tarea del BCE a la hora de controlar los tipos de interés del mercado monetario mediante operaciones regulares de inyección de liquidez.

Descripción del sistema

El BCE exige a las entidades de crédito de la zona del euro el mantenimiento de depósitos en cuenta en los BCN.

Reservas obligatorias y base de reservas

Estos depósitos se denominan reservas «mínimas» u «obligatorias»⁸. 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 de su balance. El cuadro 4.2 muestra los principales pasivos incluidos en la base de reservas⁹.

Para determinar las reservas mínimas de una entidad se multiplica la base de reservas por un coeficiente de reservas. El BCE aplica a la mayoría de las partidas incluidas en la base de reservas un coeficiente positivo uniforme, que se fijó en el 2% al inicio de la tercera fase de la UEM. La mayor parte de los pasivos a corto plazo incluidos en el balance de las entidades de crédito están sujetos a este coeficiente pero, como puede apreciarse en el cuadro 4.2,

Coefficiente de reservas

⁸ 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.

⁹ 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, ni los pasivos frente al BCE y a los BCN.

Cuadro 4.2 Pasivos de las entidades de crédito incluidos en la base de reservas

(saldos al final de enero de 2011; mm de euros)

(A) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2 %	
Depósitos (a la vista, a plazo hasta dos años y disponibles con preaviso hasta dos años)	9.840,2
Valores distintos de acciones hasta dos años (incluidos instrumentos del mercado monetario)	651,6
Subtotal (A)	10.491,8
(B) Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 0 %	
Depósitos (a plazo superior a dos años y disponibles con preaviso superior a dos años)	2.780,6
Valores distintos de acciones a más de dos años	4.356,0
Cesiones temporales	1.395,8
Subtotal (B)	8.532,4
Total base de reservas (A) + (B)	19.024,1

Fuente: BCE.

ni los pasivos a largo plazo ni las cesiones temporales están sujetos a un 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 al final de cada día por las entidades en sus cuentas de reservas, a lo largo de un período de mantenimiento de aproximadamente un mes.

Período de mantenimiento de reservas Un período de mantenimiento comienza el día de liquidación de la primera OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la

orientación de la política monetaria y termina el día anterior al día de liquidación de la primera OPF del período siguiente. Hasta marzo de 2004 se aplicaba un calendario distinto (véase recuadro 4.2). Para ayudar a las entidades de crédito a planificar la gestión de sus reservas, tres meses antes de que comience cada año se publica un calendario de los períodos de mantenimiento del año natural, junto con un calendario indicativo de las OPF.

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 OPF (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 suelen remunerarse a tipos cercanos a los de mercado.

Remuneración de las reservas obligatorias

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 de 2004

Tal como se indica en la sección 4.4, en el pasado hubo períodos de tensiones en los que la fuerte especulación sobre un cambio inminente en los tipos de interés afectó a las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones principales de financiación (OPF). En la primavera de 2000, en el contexto de elevadas expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales del BCE, las entidades de contrapartida presentaron en varias ocasiones pujas cada vez más altas en estas operaciones, 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 que las entidades de contrapartida presentaran 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 se debieron, principalmente, a 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 OPF semanales (que entonces era 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 OPF 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.

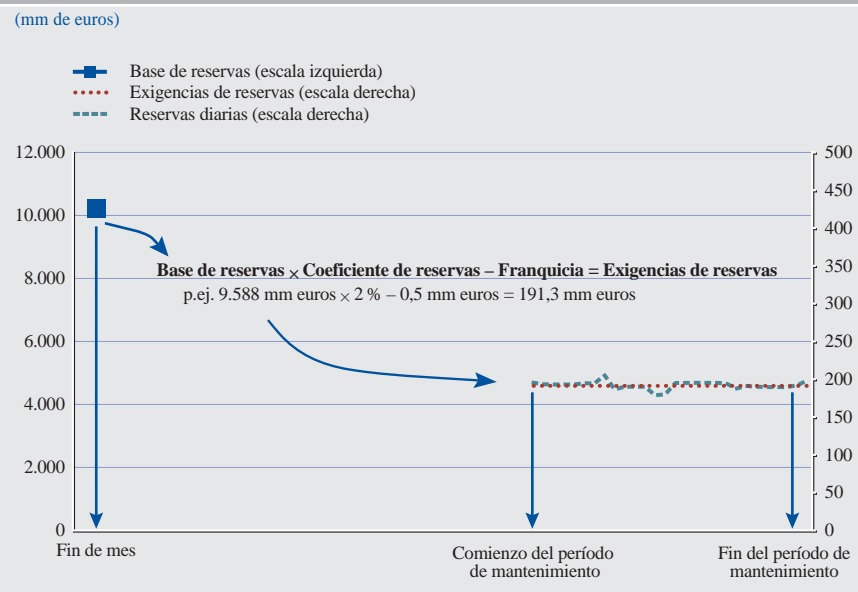
Para responder a este problema, el Consejo de Gobierno adoptó dos medidas, que entraron en vigor en marzo de 2004, encaminadas a evitar que la especulación en torno a una variación de los tipos de interés durante un período de mantenimiento afectase a la situación del mercado monetario a muy corto plazo. Estas medidas fueron las siguientes: (i) se modificaron las fechas de los períodos de mantenimiento de reservas y (ii) se redujo el plazo de las OPF a una semana. Concretamente, se decidió que los períodos de mantenimiento comenzarían el día de liquidación de la primera OPF 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 debería garantizar, en general, que no existan 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 OPF 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 OPF.

Determinación de las exigencias de reservas

En el gráfico 4.3 se ilustra cómo se calculan las exigencias de reservas del Eurosistema. En este ejemplo, la base de reservas agregada de las entidades de crédito se calcula a partir de los pasivos de sus balances a 31 de mayo de 2007. Las reservas obligatorias agregadas para el período de mantenimiento que comienza en el segundo mes natural siguiente (que empezó en este caso el 11 de julio y terminó el 7 de agosto de 2007) se establecen aplicando el coeficiente de reservas del 2% a la base de reservas correspondiente de 9.588 mm de euros y deduciendo la franquicia

agregada de 0,5 mm de euros. La línea azul oscuro que aparece en el gráfico 4.3 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 agregados mantenidos por las entidades de crédito en cuentas corrientes en el

Gráfico 4.3 Funcionamiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema



Fuente: BCE.

Nota: El ejemplo se basa en datos correspondientes al último período de mantenimiento anterior al comienzo de las tensiones en los mercados financieros en agosto de 2007, es decir, el período comprendido entre el 11 de julio y el 7 de agosto de 2007. El comportamiento de los participantes en el mercado cambió durante las tensiones en los mercados financieros, debido que deseaban adelantar el cumplimiento de las exigencias de reservas.

Eurosistema se situaba en 192 mm de euros, lo que suponía un exceso de reservas voluntarias de 0,7 mm de euros con respecto a las reservas obligatorias agregadas, que eran de 191,3 mm de euros.

4.4 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 (OPF), operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), operaciones de ajuste y operaciones estructurales (véanse cuadro 4.1 y recuadro 4.3).

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 proporcionan habitualmente el grueso de la liquidez al sector bancario. Los BCN llevan a cabo las OPF de forma descentralizada.

Las OPF son operaciones periódicas de inyección de liquidez que se ejecutan cada semana y, por lo general, tienen un plazo de una semana (antes de marzo de 2004, el plazo de las OPF era de dos semanas —véase recuadro 4.2). El plazo de las OPF y de las OFPML también puede variar ocasionalmente, dependiendo, entre otros factores, de los días festivos en los Estados miembros.

Las OPF se ejecutan mediante subastas estándar. En el contexto del marco

Cuatro categorías de operaciones de mercado abierto

Periodicidad y vencimiento

Funciones de las OPF

Subastas estándar

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 a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable

El Eurosistema puede llevar a cabo subastas a tipo de interés fijo o a tipo de interés variable. En el primer caso, el BCE 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. Las entidades de contrapartida pueden presentar múltiples pujas con diferentes niveles de tipos de interés. En cada puja, deben especificar el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés respectivo. El Consejo de Gobierno puede fijar un tipo mínimo de puja para las subastas a tipo de interés variable, con el fin de señalar la orientación de la política monetaria.

En ambos procedimientos, el BCE decide el volumen de liquidez que se va a proporcionar. En una subasta a tipo de interés fijo, la adjudicación suele efectuarse por prorrateo entre las pujas de las distintas entidades, en función de la relación entre la cantidad total 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 sucesiva-

mente las de tipos de interés más bajos, hasta agotar la cantidad total de liquidez 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 adjudicación, el tipo de interés aplicado es igual al tipo pujado. En circunstancias excepcionales, el BCE puede decidir adjudicar el volumen total de liquidez solicitado por las entidades de contrapartida, es decir, satisfacer la totalidad de las pujas. Este procedimiento de adjudicación plena se introdujo durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros que comenzó en 2007.

Desde el inicio del año 1999 y hasta junio de 2000, el Eurosistema ejecutó las OPF mediante subastas a tipo de interés fijo. A partir del 27 de junio de 2000, estas operaciones se llevaron 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. A partir de la operación liquidada el 15 de octubre de 2008, las OPF se realizaron mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El cambio del año 2000 estuvo motivado por las cuantiosas «sobrepujas» que venían produciéndose en las OPF 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 OPF a principios de 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 año 2000. El diferencial entre los tipos de mercado y el tipo de interés de las operaciones principales

Utilización de los procedimientos de subasta desde el año 1999

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 si desean conseguir un mayor volumen de liquidez.

Sin embargo, en las subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja se planteó el problema de que, en algunas ocasiones, el total de pujas presentadas en la subasta era inferior al importe necesario para el cumplimiento ordenado 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 de 2004 (véase recuadro 4.2). En octubre de 2008 se introdujo un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones de financiación que se realizaran durante un período determinado (véase recuadro 5.1), con el fin de mitigar los efectos adversos de las disfuncionalidades observadas en los mercados monetarios en relación con la situación de liquidez de las entidades de crédito solventes de la zona del euro y de favorecer el flujo de crédito a las empresas y a los hogares.

Cuando se cambió al procedimiento de subastas a tipo de interés variable, el Eurosistema, con el fin de facilitar la tarea de las entidades a la hora de preparar sus pujas para la siguiente OPF, también comenzó a publicar, cada semana, una estimación de las necesidades de liquidez del sistema bancario

hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente OPF. 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 OPF semanales, el Eurosistema también lleva a cabo operaciones regulares de financiación a plazo más largo, de periodicidad mensual y con vencimiento a tres meses, y puede, asimismo, realizar OFPML adicionales con otros vencimientos (por ejemplo, un período de mantenimiento, seis meses o doce meses) (véase recuadro 5.1). 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, además de facilitar a las entidades de contrapartida acceso a financiación a más largo plazo. Al igual que las OPF, 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).

Al no considerarse conveniente que el Eurosistema influya sobre los tipos de interés del mercado monetario en más de un plazo, las OFPML se han concebido de manera que quede asegurado que el Eurosistema actúe en ellas como «aceptante de tipos de interés». Para que la señal procedente de las OPF del Eurosistema sea clara, las OFPML se ejecutan normalmente mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto, en las que el volumen de adjudicación se anuncia previamente. Por lo general, el Consejo de Gobierno anuncia con antelación el volumen que se adjudicará en las

OFPML

El Eurosistema como «aceptante de tipos de interés»

Publicación de las necesidades de liquidez

próximas subastas. En circunstancias excepcionales, el Eurosistema puede ejecutar también las OFPML mediante subastas a tipo de interés fijo y puede decidir satisfacer la totalidad de las pujas (procedimiento de adjudicación plena) (véase recuadro 5.1).

Operaciones de ajuste

Operaciones de ajuste

El Eurosistema también puede llevar a cabo operaciones de mercado abierto que no tienen ni periodicidad ni vencimiento normalizados, conocidas como operaciones de ajuste. Pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez y tienen por objeto regular la situación de liquidez del mercado monetario y controlar los tipos de interés, en particular para suavizar los efectos que en estos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado. Estas operaciones pueden llevarse a cabo el

último día de un período de mantenimiento de reservas para compensar los desequilibrios de liquidez que pueden haberse acumulado desde la adjudicación de la última OPF. Las operaciones de ajuste se ejecutan principalmente como operaciones temporales, pero también pueden adoptar la forma de *swaps* de divisas o de captación de depósitos a plazo fijo (véase recuadro 4.3).

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. Estas operaciones pueden efectuarse también mediante procedimientos bilaterales, en los que el Eurosistema opera con un número limitado de entidades de contrapartida sin que medie una subasta.

Subastas rápidas y procedimientos bilaterales

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 cuatro instrumentos para las operaciones de ajuste y las operaciones estructurales: operaciones simples, emisión de certificados de deuda del BCE, *swaps* de divisas y captación de depósitos a plazo fijo (véase cuadro 4.1).

1. Operaciones temporales

Las operaciones temporales son transacciones en las que el Eurosistema compra o vende activos de garantía admitidos 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 de ajuste y estructurales.

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 admitidos en el mercado.

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.

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.

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, solo un número limitado de entidades de contrapartida puede participar en estas operaciones. Para facilitar el acceso a las mismas durante la crisis financiera, se amplió la lista de entidades de contrapartida admitidas a realizar las operaciones de ajuste, que pasó de unas 140 entidades a aproximadamente 2.000.

Operaciones estructurales

Operaciones estructurales

El marco operativo ofrece también al Eurosistema la posibilidad de ejecutar «operaciones estructurales». Estas operaciones se llevan a cabo a iniciativa del BCE y tienen por objeto ajustar la posición de liquidez estructural del Eurosistema frente al sector financiero, es decir, el volumen de liquidez disponible en el mercado en un plazo más largo. Pueden realizarse mediante ope-

raciones temporales, operaciones simples o la emisión de certificados de deuda del BCE (véase recuadro 4.3).

En principio, las operaciones estructurales pueden ser de absorción o de inyección de liquidez, y tener o no periodicidad regular. Las que revisten la forma de operaciones temporales y de emisiones de instrumentos de deuda normalmente se llevan a cabo mediante subastas estándar, y las que adoptan la forma de operaciones simples suelen ejecutarse mediante procedimientos bilaterales.

4.5 FACILIDADES PERMANENTES

Tal como se ha indicado anteriormente, el Eurosistema instrumenta también la política monetaria fijando los tipos de interés de las facilidades permanentes, que tienen por objeto proporcionar o absorber liquidez a un día a iniciativa de las entidades de contrapartida. Estas pueden recurrir a dos facilidades permanentes: la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. En circunstancias normales, presentan escasos incentivos para las entidades de crédito, pues sus tipos de interés son, por lo general, desfavorables respecto a los tipos de interés de mercado.

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

... son importantes en circunstancias excepcionales...

El gráfico 4.4 (a) muestra la utilización media diaria de las facilidades permanentes registrada entre enero de 1999 y agosto de 2008. Antes del comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007, el recurso a estas facilidades se mantuvo, por lo general, por debajo de los mil millones de euros, lo que demuestra que las facilidades sirven principalmente para inyectar y absorber liquidez en circunstancias excep-

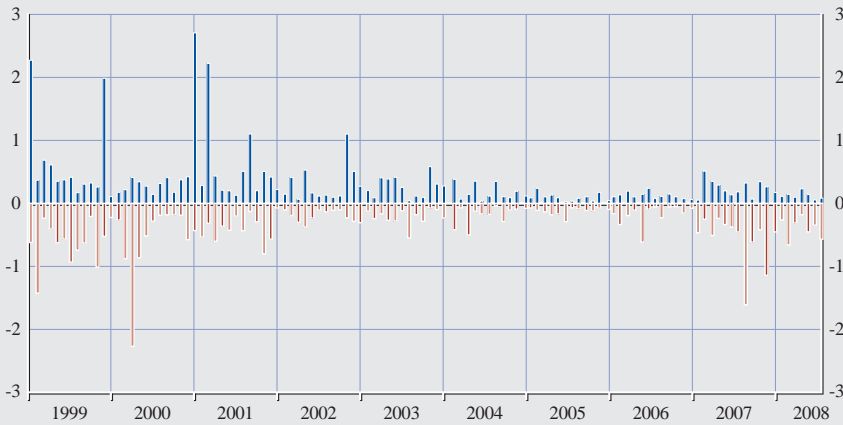
cionales. El gráfico 4.4 (b) señala que el uso de las facilidades permanentes aumentó de forma acusada durante la crisis financiera, ya que algunas entidades de crédito prefirieron mantener más reservas que las obligatorias en los bancos centrales y depositar las reservas adicionales en la facilidad de depósito, en lugar de prestarlas a otras entidades, debido, entre otras causas, a la incertidumbre y al riesgo de contraparte

Gráfico 4.4 Recurso a las facilidades permanentes

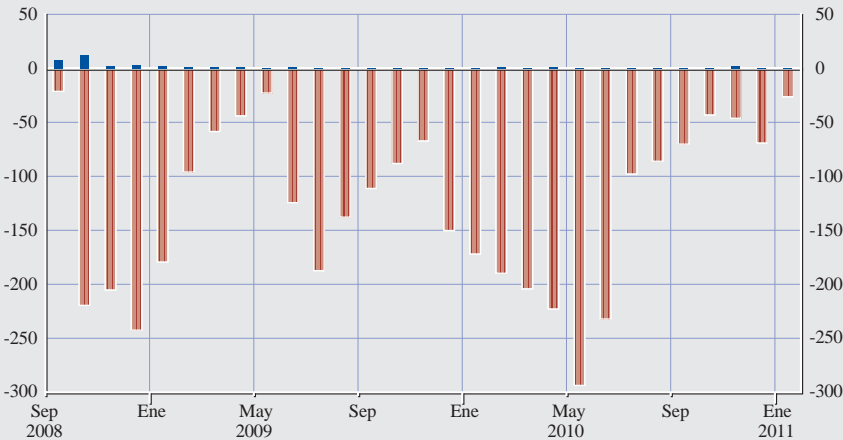
(mm de euros; media de posiciones diarias en el período de mantenimiento)

— Facilidad marginal de crédito
— Facilidad de depósito

(a) Entre enero de 1999 y agosto de 2008



(b) Entre septiembre de 2008 y enero de 2011



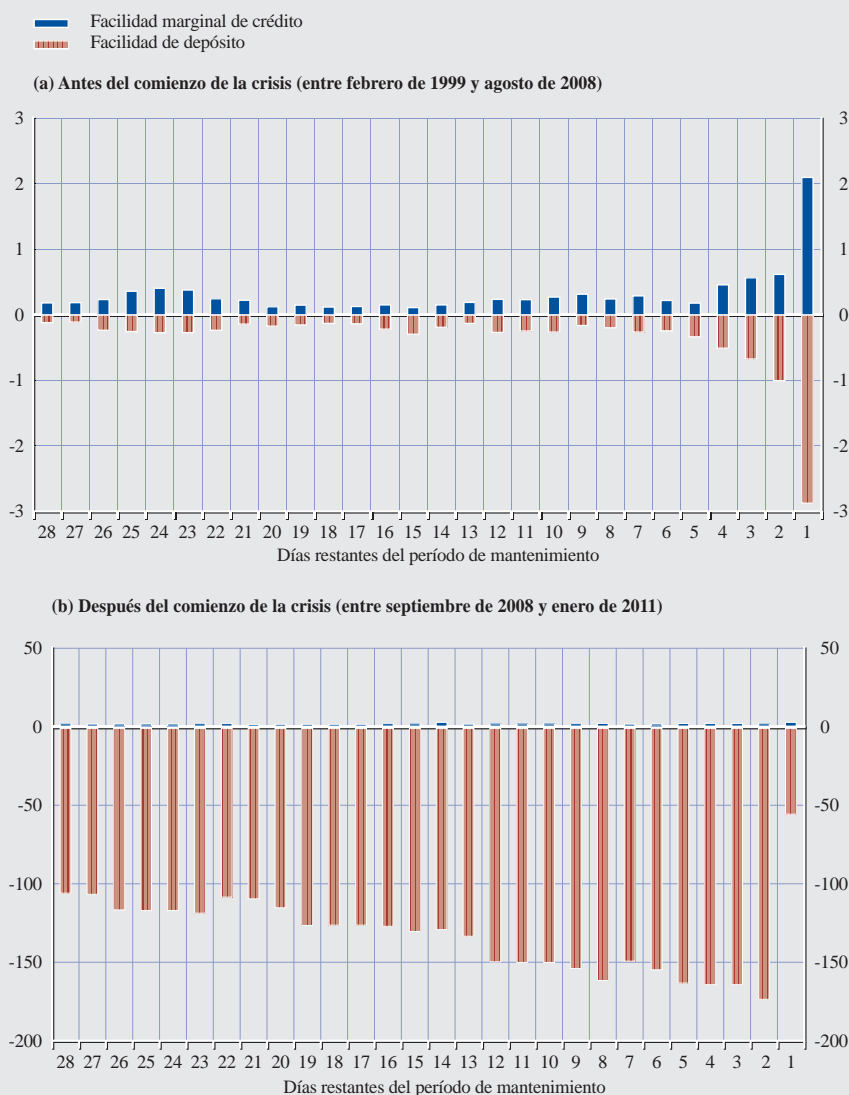
Fuente: BCE.

percibido. Con el procedimiento de adjudicación plena introducido por el Eurosistema en octubre de 2008, el volumen total de liquidez proporcionado por el Eurosistema es la suma de las cantidades de liquidez solicitadas individualmente. Dado que los volúmenes totales solicitados por las enti-

dades de crédito fueron superiores a las necesidades de liquidez del sistema bancario durante dicho período, el exceso de liquidez se depositó en la facilidad de depósitos, apuntando todo ello a una acumulación de liquidez por motivos de precaución y a una segmentación de los mercados (ya que las

Gráfico 4.5 Recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento

(mm de euros; media de posiciones diarias en los 28 últimos días de los períodos de mantenimiento)



Fuente: BCE.

entidades que solicitan la liquidez pueden no ser las mismas que las que depositan el exceso de liquidez en el Eurosistema).

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

En el gráfico 4.5 (a) se presenta el perfil típico del recurso a las facilidades permanentes durante un período de mantenimiento de reservas antes del comienzo de la crisis financiera. Como puede apreciarse en el gráfico, la utilización de las facilidades permanentes hasta agosto de 2008 fue 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 déficits y superávits 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 compensar los déficits o superávits de liquidez con desequilibrios de signo contrario dentro del mismo período. En el gráfico 4.5 (b) se muestra el perfil típico del recurso a las facilidades permanentes desde el comienzo de la crisis financiera. La diferencia más notable es el grado de utilización de la facilidad de depósito, que refleja la existencia de volúmenes muy elevados de exceso de liquidez. Este perfil indica que los mercados no estaban funcionando correctamente. Además, puede observarse un patrón de cumplimiento adelantado de las reservas obligatorias, en el que las entidades de crédito tratan de cumplir con dichas reservas al inicio del ciclo y, por tanto, depositan menos fondos en la facilidad de depósito al comienzo del período de mantenimiento que al final.

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

En resumen, el marco operativo comprende el conjunto de instrumentos y procedimientos que utiliza el Eurosistema para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez en el mercado monetario y señalar la orientación de la política monetaria. 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 en épocas normales 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 del mercado monetario y transmitir los impulsos de política monetaria a toda la zona del euro.

El Eurosistema como proveedor de liquidez

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, la estructura del balance normalizado de un banco central.

Balance consolidado del Eurosistema

En el activo existen tres partidas principales de inyección de liquidez: «financiación a entidades de crédito», «facilidad marginal de crédito» y «activos exteriores netos». La partida «financiación a 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 OPF y las OFPML. Las operaciones de inyección de liquidez de ajuste y estructurales también se integran en esta partida. La partida «facilidad marginal de crédito» corresponde al crédito a un día concedido por el banco

Activo

Cuadro 4.3 Estructura del balance de un banco central	
Balance normalizado de un banco central	
Activo	Pasivo
Financiación a 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)
Puede reorganizarse de la manera siguiente:	
Provisión de liquidez mediante operaciones de política monetaria	
financiación a entidades de crédito + facilidad marginal de crédito – facilidad de depósito	
=	
Factores autónomos	
billetes en circulación + depósitos de las AAPP – activos exteriores netos + otros factores (neto)	
+	
Reservas	
saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes	

central a las entidades de crédito que recurren a esta facilidad. El epígrafe «activos exteriores netos» incluye los activos en moneda extranjera mantenidos por el banco central, netos de todos sus pasivos denominados en moneda extranjera.

Pasivo En el 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)». La partida «saldos de entidades de crédito en cuentas corrientes» (también denominados «reservas») se refiere 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. La partida «facilidad de depósito» incluye el recurso total a un día a esta facilidad permanente. El epígrafe «billetes en circulación» representa el valor 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. El epígrafe «depósitos de las AAPP» refleja la existencia de saldos en cuentas corrientes mantenidos por el Tesoro de cada país en el respectivo BCN. Por último, la partida «otros factores (neto)» corresponde 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.

Oferta y demanda de liquidez

Esta división viene recogida en los tres paneles inferiores del cuadro 4.3. Como puede observarse en el cuadro, la liquidez neta suministrada efectivamente 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 (neto)», que son el resultado neto del resto de partidas del balance que afectan a la liquidez del mercado monetario. Estos factores influyen en la liquidez del sistema bancario y se denominan «autónomos» en la jerga de los bancos centrales porque, en general, no son resultado del empleo de instrumentos de política monetaria. 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 4.1). 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 «financiación a entidades de crédito» más «facilidad marginal de crédito» menos «facilidad de depósito».

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 compren-

dido entre el 19 de enero y el 8 de febrero de 2011. La mayor parte de la liquidez se proporcionó mediante OPF y OFPML y se inyectó liquidez adicional mediante otras operaciones, en particular el programa de adquisiciones de bonos garantizados y el programa para los mercados de valores. En general, las facilidades permanentes solo tienen un efecto marginal en la liquidez del sistema bancario. Debido al exceso de liquidez del sector bancario registrado en el contexto de las operaciones de crédito a tipo de interés fijo con adjudicación plena, las entidades de crédito han recurrido a la facilidad de depósito en mayor medida que en épocas normales.

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

Cuadro 4.4 Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros; media diaria de saldos entre el 19 de enero y el 8 de febrero de 2011)

	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez	Contribución neta
	Activo	Pasivo	
Operaciones de política monetaria del Eurosistema			
Operaciones principales de financiación	185,4	–	+185,4
Operaciones de financiación a plazo más largo	318,2	–	+318,2
Otras operaciones de mercado abierto ¹⁾	137,2	81,3	+55,9
Facilidades permanentes	0,1	39,2	-39,2
Subtotal (a)	604,9	120,5	+520,4
Factores autónomos que afectan a la liquidez del sistema bancario			
Billetes en circulación	–	822	-822
Depósitos de las AAPP en el Eurosistema	–	101,2	-101,2
Activos exteriores netos	549,7	–	+549,7
Otros factores (neto)	–	-66,7	+66,7
Subtotal (b)	549,7	856,5	-306,8
Reservas = Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema			
Reservas obligatorias (c)			+212,3
Exceso de reservas (d)			+1,3
Total (a) + (b) = (c) + (d)			+213,6

Fuente: BCE.

1) «Otras operaciones de mercado abierto» incluye valores mantenidos con fines de política monetaria y operaciones de liquidez en moneda extranjera. Estas últimas sirvieron, de hecho, para absorber liquidez.

las reservas obligatorias constituye el exceso de reservas. Este ha sido, en general, bastante exiguo, situándose en torno al 0,5 % de las reservas obligatorias de la zona del euro.

Importancia relativa de los factores de inyección de liquidez

Los gráficos 4.6 y 4.7 muestran la evolución de los principales factores de inyección y absorción de liquidez entre enero de 1999 y enero de 2011. En el gráfico 4.6 se observa que, hasta septiembre de 2008, el mayor volumen de liquidez fue inyectado a través de las OPF, reflejando el papel clave desempeñado por este instrumento de política monetaria. Tras la introducción del procedimiento a tipo de interés fijo con

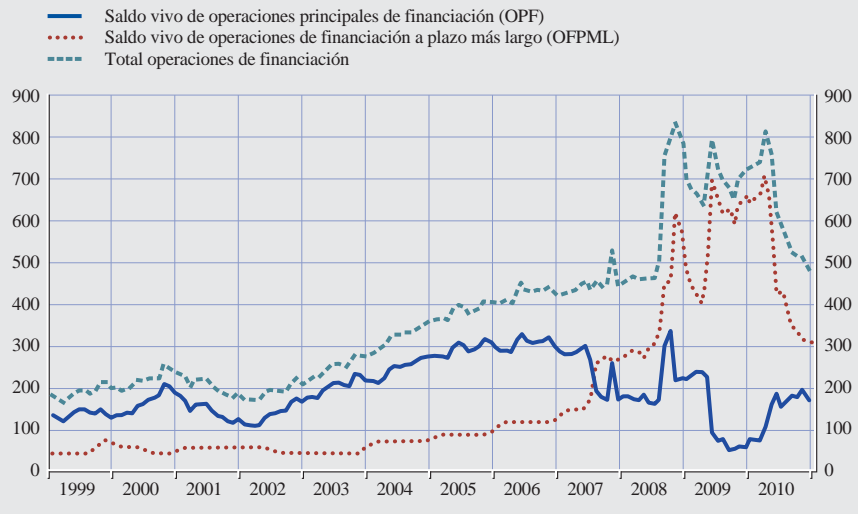
adjudicación plena para todas las operaciones de financiación a partir de octubre de 2008, el peso de las operaciones de financiación se desplazó hacia las OFPML. Como puede apreciarse en el gráfico 4.6, las OFPML alcanzaron un volumen de 310 mm de euros a finales de enero de 2011, frente a los 172 mm de euros correspondientes a las OPF en dicho momento.

El gráfico 4.7 recoge la evolución de los dos factores principales que crean un déficit estructural de liquidez en el sistema bancario. Hasta 2004 las exigencias de reservas representaban habitualmente más de la mitad de las

Importancia relativa de los factores de absorción de liquidez

Gráfico 4.6 Volumen de operaciones de financiación principales y a plazo más largo

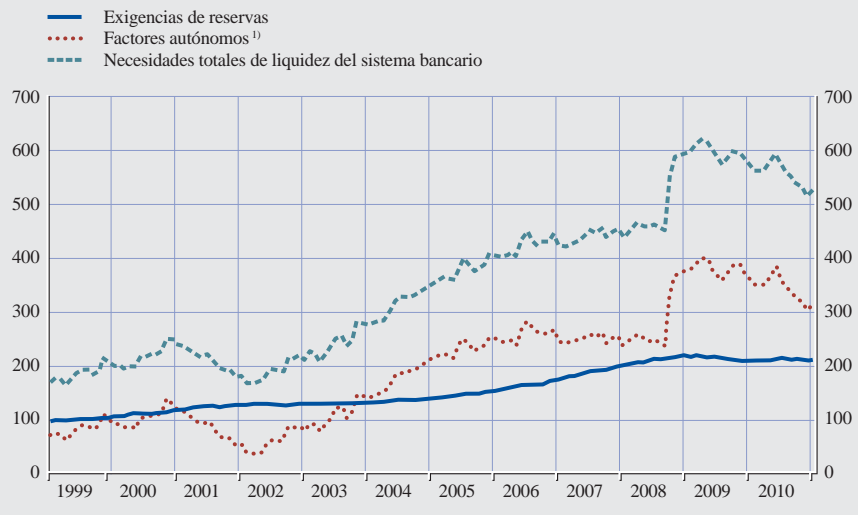
(mm de euros; media de posiciones diarias en el período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

Gráfico 4.7 Exigencias 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, más depósitos de las AAPP, más otros factores, menos activos exteriores netos.

necesidades totales de liquidez del sistema bancario. A partir de 2004, el efecto total de absorción de liquidez de los factores autónomos ha sido supe-

rior al efecto derivado de las exigencias de reservas, debido principalmente al continuo crecimiento del saldo de billetes en euros.

4.7 EXPERIENCIA DESDE ENERO DE 1999

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

El marco operativo del Eurosistema ha funcionado correctamente desde el inicio de la tercera fase de la UEM, permitiendo, en general, que el BCE controle la situación de liquidez y los tipos de interés a corto plazo con fluidez. Desde enero de 1999, 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 apenas recurrir a las operaciones de ajuste en épocas normales, básicamente utilizando el mecanismo de promedios del sistema de reservas mínimas 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 BCE en cuanto a su capacidad operativa y de gestión de liquidez.

**Clara indicación
de la orientación
de la política
monetaria en
épocas normales**

El tipo de interés de las OPF señala la orientación de la política monetaria en épocas normales. Este sistema ha funcionado correctamente, tal como indicaba el diferencial relativamente estrecho entre el tipo marginal de adjudicación y el tipo mínimo de puja antes de agosto de 2008.

**Marco
operativo
flexible**

Por último, el marco operativo —con las OPF semanales y con las OFPML mensuales, así como con otras medidas— ha cumplido los dos objetivos de proporcionar liquidez a plazo más largo a las entidades de crédito y permitir que el Eurosistema controle 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 su elevado grado de flexibilidad ante circunstancias imprevistas, como los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, las turbulencias que se iniciaron en los mercados financieros en agosto de 2007 y la posterior crisis financiera (véase recuadro 5.1). Por ejemplo, desde que comenzaron las turbulencias, una amplia gama de entidades de contrapartida ha podido participar en las operaciones de financiación regulares. Asimismo, se han utilizado las operaciones de ajuste a un día para controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. En particular, el 9 de agosto de 2007, fecha en la que se iniciaron las turbulencias financieras, el BCE facilitó créditos a un día por importe de 95 mm de euros, a cambio de activos de garantía, a las entidades de crédito de la zona del euro al tipo principal de financiación aplicable entonces, con el fin de contrarrestar las tensiones del segmento a corto plazo del mercado monetario. Con carácter más general, durante las turbulencias, el Eurosistema adaptó inicialmente la estructura de la provisión de liquidez dentro de los períodos de mantenimiento para que las entidades pudieran «adelantar» el cumplimiento de las exigencias de reservas en la primera mitad del período y compensar este adelanto manteniendo niveles de reservas más bajos en la segunda mitad. El Eurosistema también ha incrementado el volumen de liquidez suministrada a través de las OFPML introduciendo operaciones de financiación complementarias con vencimiento a tres y seis meses (posteriormente ampliado a doce meses durante la crisis financiera).

5 EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE 1999

En este capítulo se describe la manera en que se ha ejecutado la política monetaria en la zona del euro desde 1999. El período ha supuesto un desafío para la zona del euro, dado que ha tenido que hacer frente a multitud de perturbaciones económicas y financieras cuya naturaleza, magnitud y persistencia han variado a lo largo del tiempo. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha adoptado sus decisiones de política monetaria prestando especial atención a la necesidad de mantener la estabilidad de precios a 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 de la evolución económica y monetaria en la zona del euro (véase capítulo 3).

Reuniones frecuentes del Consejo de Gobierno para evaluar 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 de 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 seis etapas en lo que respecta a la ejecución de la política monetaria (véase gráfico 5.1). En la siguiente sección se explican los desafíos que ha tenido que afrontar la política monetaria única durante estas seis etapas. La primera fue la transición a la Unión Monetaria: en respuesta a los riesgos a la baja para la estabilidad de precios, en abril de 1999 el Consejo de Gobierno redujo el tipo principal de financiación del BCE 50 puntos básicos, hasta el 2,5 %.

Se pueden distinguir seis etapas: transición a la Unión Monetaria, período hasta mediados de 1999...

En la segunda etapa, para contener las presiones inflacionistas en un entorno de intenso crecimiento económico, aumento de los precios de importación y elevado crecimiento monetario, el Consejo de Gobierno subió los tipos de interés oficiales un total de 225 puntos básicos entre noviembre de 1999 y octubre de 2000, con lo que el tipo principal de financiación se situó en el 4,75 % en dicho mes.

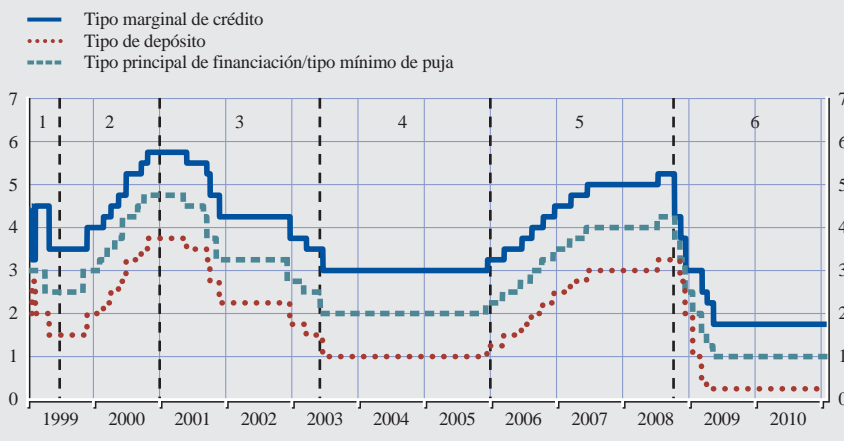
... desde mediados de 1999 hasta finales de 2000...

En la tercera, en respuesta a la disminución de las presiones inflacionistas en un entorno de débil crecimiento económico, acusados ajustes en los mercados financieros y elevada incertidumbre geopolítica, el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales un total de 275 puntos básicos entre mayo

... desde principios de 2001 hasta mediados de 2003...

Gráfico 5.1 Tipos de interés oficiales del BCE en las seis etapas

(tasas de variación interanual; datos diarios)



Fuente: BCE.

de 2001 y junio de 2003, reduciendo con ello el tipo principal de financiación, hasta situarlo en el 2%.

... desde mediados de 2003 hasta finales de 2005...

En la cuarta, dada la contención de las presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales del BCE hasta diciembre de 2005.

... desde finales de 2005 hasta el verano de 2008...

En la quinta, al aumentar la inflación en un entorno de sólido crecimiento económico y de rápida expansión de la oferta de dinero y crédito en la zona del euro, el grado de acomodación de la política monetaria se redujo progresivamente. Ya que hasta mediados de 2008 predominaban los riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales un total de 225 puntos básicos, con lo que el tipo principal de financiación se situó en el 4,25% en julio de 2008.

nómicas y reducido significativamente los riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno recortó rápidamente el tipo principal de financiación en 325 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, entre octubre de 2008 y mayo de 2009. Además, el Consejo de Gobierno ha adoptado una serie de medidas no convencionales de carácter temporal, denominadas apoyo al crédito y programa para los mercados de valores.

5.2 EVOLUCIÓN GENERAL

Etapa I – Transición a la Unión Monetaria (desde mediados de 1998 hasta mediados de 1999)

El proceso de convergencia que desembocó en la tercera fase de la UEM concluyó con éxito cuando el BCE se hizo cargo de la política monetaria de la zona del euro, el 1 de enero de 1999. 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 estaban en niveles muy reducidos.

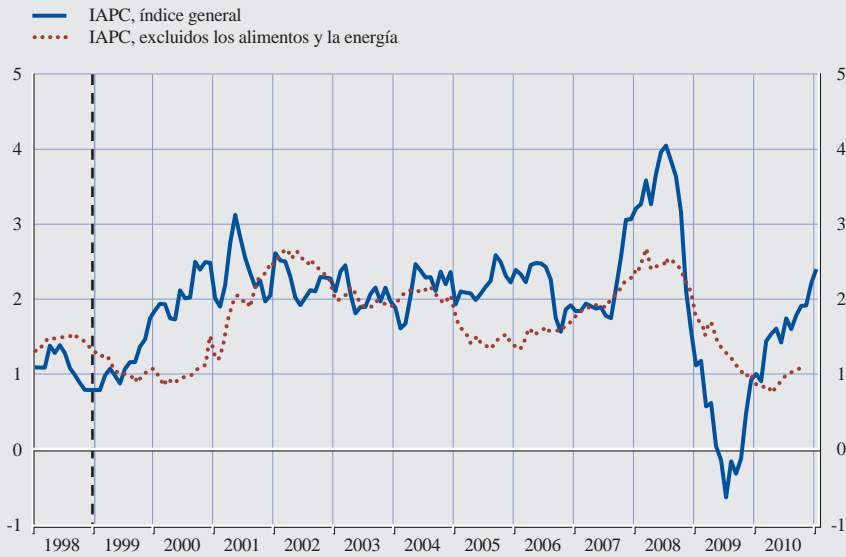
Transferencia de la responsabilidad de la política monetaria al BCE

... y una sexta etapa que se inició en el otoño de 2008

En la sexta, teniendo en cuenta las escasas presiones inflacionistas en un contexto en el que las tensiones financieras habían debilitado las perspectivas eco-

Gráfico 5.2 Inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)

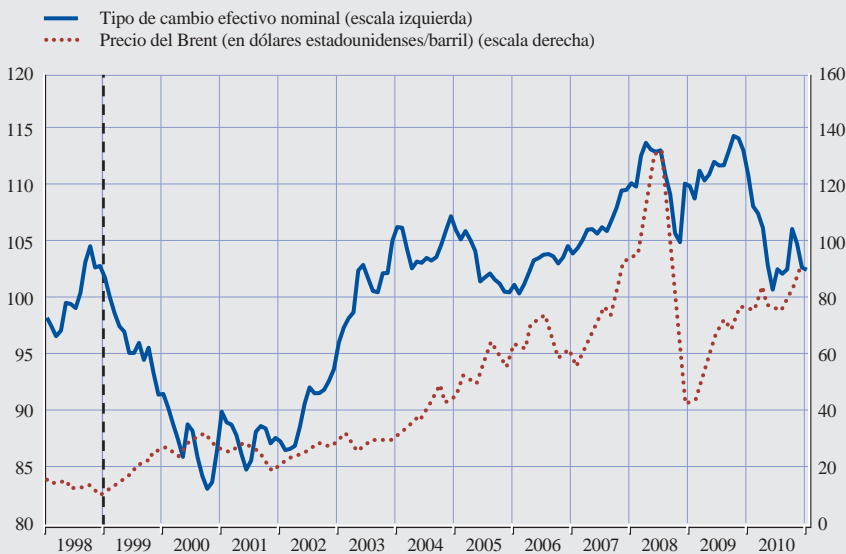


Fuente: Eurostat.

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

Gráfico 5.3 Tipo de cambio efectivo nominal del euro y precios del petróleo

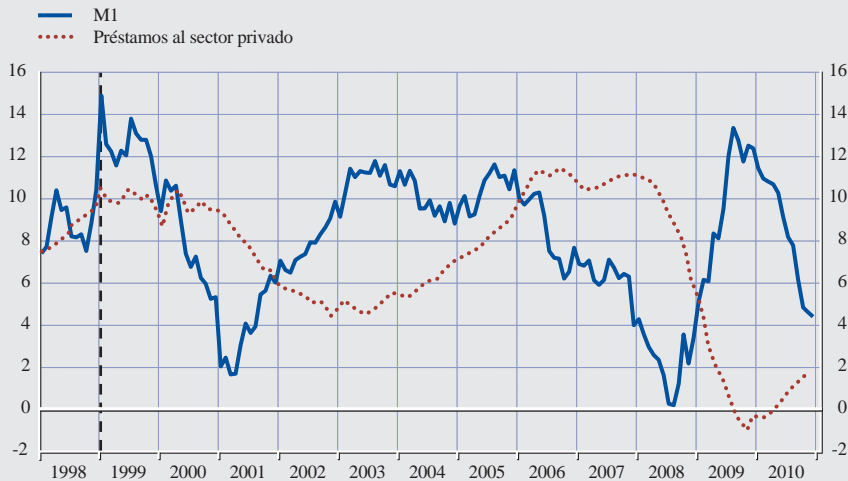
(medias mensuales; índice I 1999 = 100)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 5.4 M1 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

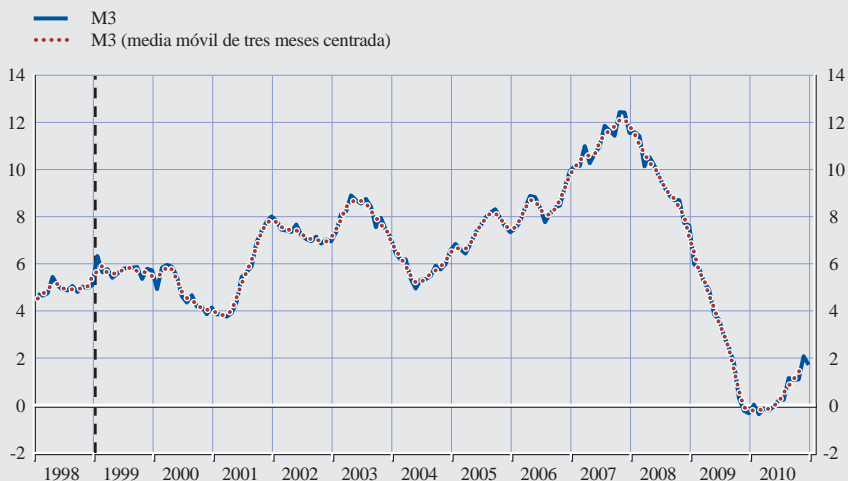
22 de diciembre de 1998, después de que el 3 de diciembre se hubiera llevado a cabo una reducción coordinada de los tipos de interés oficiales aplicados por todos los BCN de los países que habían acordado adoptar el euro desde el principio.

A comienzos de 1999, una conjunción de factores que ya había estado afectando a los países que iban a incorporarse a la zona del euro contribuyó a la existencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios. La inflación medida por el IAPC era inferior al

Reducción de los tipos de interés oficiales del BCE en respuesta a los riesgos a la baja para la estabilidad de precios a comienzos de 1999

Gráfico 5.5 Crecimiento de M3

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1% (véase gráfico 5.2), como resultado, en parte, de una caída significativa de los precios del petróleo (véase gráfico 5.3) y de la desregulación del sector servicios. 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. No se consideró que la evolución monetaria implicara riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo (véanse gráficos 5.4 y 5.5). Por consiguiente, al existir riesgos a la baja para la estabilidad de precios, los tipos de interés oficiales del BCE, es decir, el tipo fijo de las operaciones principales de financiación del

Eurosistema, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito, se redujeron 50 puntos básicos el 8 de abril de 1999. Como resultado, el tipo fijo de la operación principal de financiación del Eurosistema se situó en el 2,5%.

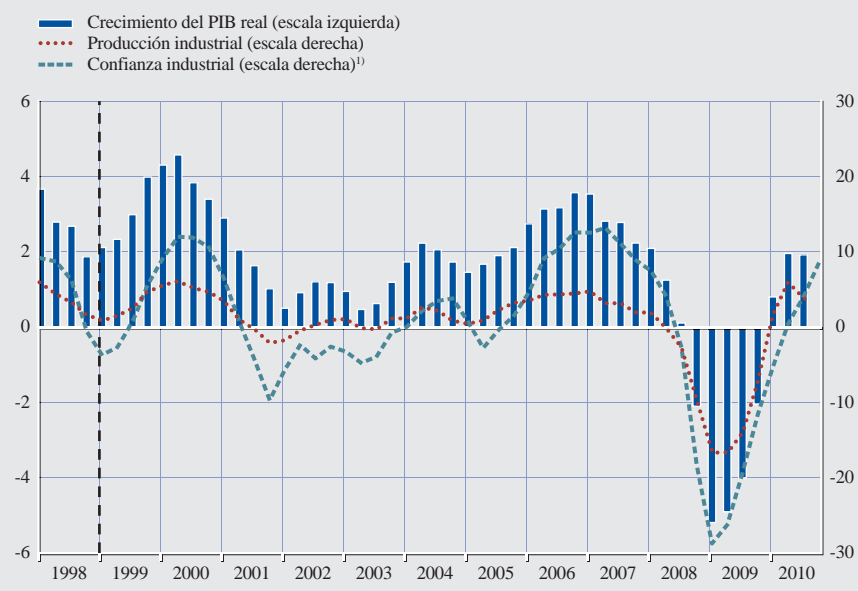
Etapa 2 – Los tipos de interés se elevaron para contener las presiones inflacionistas (desde mediados de 1999 hasta finales de 2000)

El aumento gradual de las presiones inflacionistas en un entorno de rápido crecimiento económico (véase gráfico 5.6), la depreciación del tipo de cambio del euro (véase gráfico 5.3) y la expansión monetaria sostenida fueron los motivos por los que el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés un total de 225 puntos básicos entre noviembre de 1999 y octubre de 2000. Como consecuencia, el tipo

Incrementos graduales de los tipos de interés oficiales del BCE desde finales de 1999 hasta finales de 2000

Gráfico 5.6 PIB real, producción industrial y confianza industrial en la zona del euro

(producción industrial y PIB real: tasas de variación interanual; confianza industrial: saldos netos)

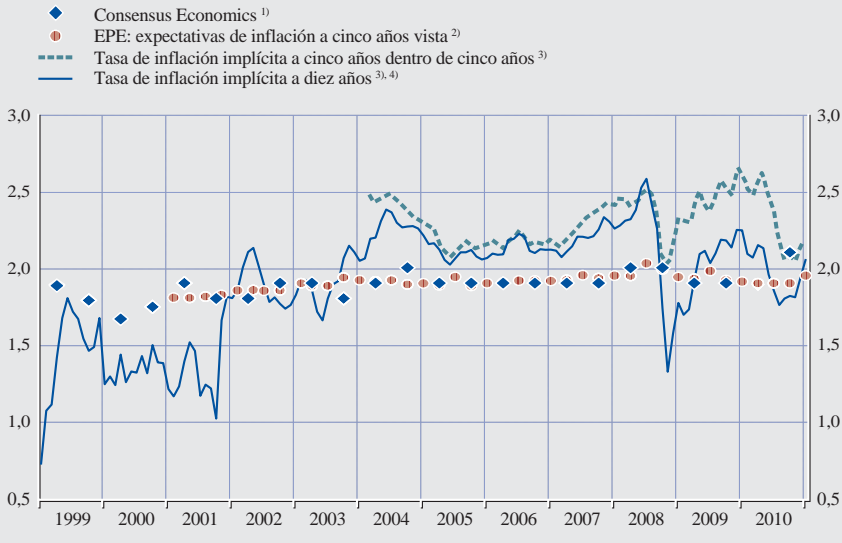


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

Gráfico 5.7 Indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters, EuroMTS, Consensus Economics y BCE.

- 1) Encuesta a expertos financieros y económicos publicada por Consensus Economics.
- 2) Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE sobre diferentes variables en distintos horizontes. 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 sobre un horizonte dado. Desde 2004, es una tasa de inflación implícita con un vencimiento constante, estimada a partir de las curvas de rendimientos, nominales y reales, de la deuda pública de la zona del euro. Antes de 2004, se calculaba como la diferencia entre el rendimiento nominal de un bono convencional y el rendimiento real de un bono indexado con la inflación, emitidos por el mismo emisor y a plazo similar.
- 4) La tasa de inflación implícita a diez años en el período comprendido entre enero de 1999 y octubre de 2001 es la tasa de inflación implícita a diez años de Francia, mientras que en el período comprendido entre noviembre de 2001 y octubre de 2010 es la tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro.

mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema alcanzó el 4,75 % en octubre de 2000. En particular, se observó una preocupación creciente acerca de que las presiones inflacionistas procedentes de los precios de importación pudieran tener efectos de segunda vuelta generalizados a través de la fijación de precios y salarios y, por tanto, dieran lugar a un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo del público en general (véase gráfico 5.7). Otro motivo de preocupación fue la progresiva acumulación de liquidez, indicada por la prolongada expansión de la oferta de dinero y crédito.

Etapa 3 – Ajustes a la baja de los tipos de interés oficiales del BCE (desde principios de 2001 hasta mediados de 2003)

Entre principios de 2001 y mediados de 2003, el Consejo de Gobierno redujo los tipos oficiales del BCE un total de 275 puntos básicos, con lo que el tipo principal de financiación se situó en el 2 % en junio de 2003. Este recorte constituyó una respuesta a la disminución sostenida de las presiones inflacionistas durante el período, que se debió, principalmente, al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico tras las graves perturbaciones que habían afectado a la economía mundial y a los mercados financieros internacionales.

Los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron en respuesta a la disminución de las presiones inflacionistas entre principios de 2001 y mediados de 2003...

En concreto, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001 provocaron una elevada incertidumbre y una pérdida de confianza en todo el mundo. Sin duda, este suceso aceleró la tendencia a la baja de la actividad económica y distorsionó el funcionamiento de los mercados financieros.

... mientras que la demanda de activos líquidos se incrementó en un momento de creciente incertidumbre

Dada la elevada incertidumbre reinante tras los atentados terroristas de septiembre de 2001, la fuerte expansión monetaria no se consideró indicio de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Se observó que la gran volatilidad de los mercados financieros llevó a muchos inversores a desplazar sus inversiones hacia activos monetarios, es decir, activos a corto plazo más seguros y líquidos, en detrimento de los activos financieros con riesgo. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado, especialmente a las sociedades no financieras, siguió disminuyendo en un entorno de atonía de la actividad económica.

Etapa 4 – Los tipos de interés oficiales del BCE no se modificaron (desde mediados de 2003 hasta finales de 2005)

La contención de las presiones inflacionistas llevó al Consejo de Gobierno a mantener sin cambios los tipos de interés del BCE hasta finales de 2005

La contención de las presiones inflacionistas indujo al BCE a mantener sin cambios los tipos de interés entre mediados de 2003 y finales de 2005. Efectivamente, a pesar de las importantes alzas de precios de las materias primas y de la energía, así como de los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, las presiones subyacentes sobre los precios internos siguieron estando contenidas durante el período. La recuperación de la actividad económica de la zona del euro fue relativamente moderada y solo fue cobrando impulso gradualmente.

Se inició en el segundo semestre de 2003, favorecida por las exportaciones, en un entorno de renovado dinamismo de la economía mundial, y continuó en 2004 y 2005, beneficiándose también de unas condiciones de financiación muy favorables. La evidencia procedente del análisis monetario confirmó la opinión de que los niveles de incertidumbre y de aversión al riesgo se fueron normalizando progresivamente, como quedó reflejado en la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios. Como consecuencia, la dinámica monetaria se moderó en 2003 y principios de 2004, antes de cobrar fuerza a partir de mediados de 2004.

Etapa 5 – Retirada de la orientación acomodaticia de la política monetaria (entre finales de 2005 y mediados de 2008)

Entre diciembre de 2005 y julio de 2008, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés un total de 225 puntos básicos, fijando el tipo principal de financiación en el 4,25 % en julio de 2008. Este ajuste de la orientación acomodaticia fue necesario para hacer frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios en un entorno de sólido crecimiento económico y de rápida expansión de la oferta de dinero y crédito en la zona del euro.

Retirada gradual de la orientación acomodaticia de la política monetaria entre finales de 2005 y mediados de 2008...

Al comienzo del ciclo de ajuste, el análisis monetario fue el que proporcionó señales tempranas de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. El robusto crecimiento del crédito observado desde mediados de 2004 fue consecuencia de los muy bajos tipos de interés vigentes en la zona del euro y, en un estadio posterior, del renovado dinamismo de la economía de la zona. La intensa expansión monetaria favoreció

... provocada por las señales procedentes del análisis monetario...

el aumento de la ya abundante liquidez en la zona del euro.

... antes de que la recuperación cobrara impulso

Por el contrario, las señales del análisis económico fueron bastante dispares al comenzar el ajuste de los tipos de interés oficiales. No obstante, el crecimiento económico de la zona del euro cobró impulso en el primer semestre de 2006, y fue generalizándose de forma gradual, haciéndose cada vez más autosostenido, favorecido, principalmente, por la demanda interna.

Los riesgos al alza para la estabilidad de precios siguieron predominando hasta mediados de 2008...

Como resultado del sustancial aumento de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos en el segundo semestre de 2007, la inflación anual se incrementó de manera significativa en dicho período, y continuó elevándose en el primer semestre de 2008, alcanzando niveles considerablemente superiores al 2% en torno a principios de ese año. A pesar de estas perturbaciones en los precios, la evolución de los salarios siguió siendo bastante moderada y las expectativas de inflación de medio a largo plazo permanecieron ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Sin embargo, en el primer semestre de 2008 los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo fueron claramente al alza. En particular, la posible aparición de efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas y de las elevadas tasas de inflación, supusieron considerables riesgos al alza para la estabilidad de precios.

... como confirmó la contrastación con el análisis monetario

La expansión del dinero y del crédito mantuvo su dinamismo durante todo el período, respaldada por un fuerte y persistente crecimiento de los préstamos al sector privado, que aumentó más aún la liquidez ya acumulada.

Cuando aparecieron las primeras señales de tensiones en los mercados financieros en agosto de 2007, el BCE actuó con rapidez y decisión para evitar distorsiones en el funcionamiento del mercado interbancario. A través de las operaciones de ajuste facilitó, de facto, liquidez a un día de manera ilimitada. Además, se adelantó la provisión de liquidez a las entidades financieras. En los meses siguientes, se establecieron, además, acuerdos de divisas recíprocos de carácter temporal (líneas *swap*) con otros bancos centrales, fundamentalmente para afrontar la presión creciente en los mercados de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses. Estos acuerdos dieron lugar a que las tensiones en el segmento a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se redujeran considerablemente (véase recuadro 5.1 para obtener una visión general de las medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema).

Etapa 6 – La repuesta del BCE a la crisis financiera (desde el otoño de 2008)

Tras la quiebra de la institución financiera estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, las turbulencias financieras se convirtieron en una crisis financiera y económica global. La creciente incertidumbre sobre la salud financiera de la mayor parte de las principales entidades de crédito de todo el mundo colapsó la actividad en un gran número de segmentos de los mercados financieros. La crisis también empezó a propagarse al sector real, observándose un deterioro rápido y sincronizado de la situación económica en la mayoría de las principales economías y una caída en picado del comercio mundial.

El BCE, como otros importantes bancos centrales, redujo sus tipos de interés oficiales hasta situarlos en niveles históricamente bajos y se embarcó en

El BCE también adoptó medidas para hacer frente a las tensiones que aparecieron en los mercados financieros en 2007 y en el primer semestre de 2008

Las turbulencias financieras se convirtieron en crisis en el otoño de 2008

El BCE respondió con medidas convencionales y no convencionales,...

una serie de medidas de política monetaria no convencionales, con vistas a preservar la estabilidad de precios, estabilizar la situación financiera y limitar el contagio a la economía real.

... los tipos de interés oficiales del BCE se recortaron hasta niveles históricamente reducidos

En lo que se refiere a la ejecución normal de la política monetaria, en primer lugar el BCE redujo los tipos de interés oficiales 50 puntos básicos el 8 de octubre de 2008 en un acción histórica de concertación con otros importantes bancos centrales, a saber, el Banco de Canadá, el Bank of England, la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza. Posteriormente, teniendo en cuenta la debilidad de las perspectivas económicas y la significativa disminución de los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo, el Consejo de Gobierno volvió a recortar los tipos de interés oficiales. El tipo principal de financiación se redujo un total de 325 puntos básicos, hasta el 1%, en un período de tan solo siete meses, es decir, entre octubre de 2008 y mayo de 2009 (véase gráfico 5.1).

... y se introdujeron medidas no convencionales para lograr la adecuada transmisión de los recortes realizados en los tipos y reforzar el apoyo al crédito

Al mismo tiempo, y en plena consonancia con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas no convencionales de carácter transitorio para apoyar las condiciones de financiación y los flujos de crédito a la economía de la zona del euro en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales. Si no se hubieran abordado los persistentes problemas de financiación de las instituciones financieras, el BCE habría corrido el riesgo de que los cambios efectuados en los tipos de interés oficiales hubieran sido significativamente menos efectivos que en épocas normales. Estas medidas se

denominaron posteriormente apoyo al crédito, y constaron de cinco elementos clave, que se describen en el recuadro 5.1.

A lo largo de 2009 se observaron señales crecientes de mejora en la situación de los mercados financieros, aunque seguía reinando la incertidumbre. Así pues, en línea con su estrategia de salida (véase sección 3.8), en diciembre de 2009 el Consejo de Gobierno inició una retirada gradual de las medidas no convencionales que habían dejado de ser necesarias, pero se mantuvieron otros elementos del apoyo al crédito. Concretamente, se anunció el fin de las operaciones de financiación a un año, después de que se hubieran efectuado tres operaciones de este tipo en 2009. También se retiraron otras medidas, pero esta retirada no duró demasiado debido a la aparición subsiguiente de tensiones en algunos mercados de deuda soberana.

Algunas medidas no convencionales comenzaron a retirarse a finales de 2009

A principios de 2010 reaparecieron las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, en particular en los mercados de deuda pública de algunos países de la zona del euro (véase gráfico 4.10). Este hecho se debió, principalmente, a que se acentuó la inquietud de los mercados acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas ante el aumento de la deuda y los déficits públicos, lo que provocó la paralización de algunos mercados secundarios.

Las tensiones en los mercados de deuda soberana en la primavera de 2010...

Para lograr la profundidad y la liquidez en los segmentos disfuncionales del mercado y restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el 10 de mayo de 2010 el Consejo de Gobierno anunció diversas medidas. Concretamente, introdujo el programa

... exigieron la adopción de nuevas medidas no convencionales

para los mercados de valores con el fin de intervenir en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro (véase recuadro 5.1). Además, el Consejo de Gobierno puso en marcha de nuevo algunas de las medidas no convencionales que había retirado anteriormente, con objeto de evitar el contagio de los mercados de deuda soberana nacionales a otros mercados financieros. En general, las medidas puestas en marcha por el Eurosistema en respuesta a la crisis financiera contribuyeron a sostener la intermediación financiera en la zona del euro al salvaguardar la financiación de las entidades de crédito solventes y restaurar la confianza de los participantes en los mercados financieros. A su vez, la preservación de la viabilidad del sistema bancario y de segmentos importantes del mercado financiero

fue determinante para que los hogares y las empresas pudieran disponer de crédito a tipos de interés accesibles y, en última instancia, para mantener la estabilidad de precios.

Las medidas de política monetaria no convencionales son decisiones extraordinarias adoptadas en respuesta a circunstancias excepcionales. Su carácter es temporal y, aunque los complementan, son independientes de los instrumentos de tipos de interés convencionales y pueden ajustarse sin tener en cuenta el nivel de tipos de interés vigente. A principios de 2011, la aparición de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación general, debido principalmente a los precios de la energía, hizo necesario un seguimiento muy estrecho de la evolución de todas las variables pertinentes.

La orientación de la política monetaria y la provisión de liquidez seguirán ajustándose cuando sea necesario

Recuadro 5.1 Las medidas no convencionales del Eurosistema desde agosto de 2007

La crisis financiera mundial que se inició con las tensiones financieras de agosto de 2007 y la posterior recesión económica han demandado respuestas de política económica sin precedentes, incluso en el ámbito de la política monetaria. En este recuadro se describen las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Eurosistema en respuesta a la crisis financiera, que están encaminadas a reforzar la transmisión efectiva de las decisiones de tipos de interés a la economía en general.

La intensidad de la crisis financiera puede medirse utilizando diversos indicadores. Un indicador ilustrativo es el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia (véase gráfico 5.8). Si bien el diferencial antes de agosto del 2007 rara vez superaba unos pocos puntos básicos, alcanzó niveles muy elevados en distintas etapas de la crisis financiera.

Todas las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas durante el período de graves tensiones en los mercados financieros son plenamente conformes con el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios y son, por su propio diseño, de carácter temporal. Las medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema han estado dirigidas principalmente al sector bancario, debido a su importante papel en la transmisión de la política monetaria y en la financiación de la economía de la zona del euro (en comparación, por ejemplo, con la situación de Estados Unidos). Muchas de las medidas no convencionales han aprovechado la flexibilidad del marco operativo actual del Eurosistema. Las medidas no convencionales adoptadas cuando las turbulencias financieras se convirtieron en crisis comprenden las medidas de apoyo al crédito y el programa para los mercados de valores.

Gráfico 5.8 Diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo de interés a un día medio del periodo de vigencia del *swap*. Refleja las mismas primas de riesgo de crédito y de liquidez, que son insignificantes, que el tipo de interés a un día. Por tanto, a diferencia del euríbor, el tipo *swap* del eonia es relativamente inmune a cambios en el riesgo de liquidez o de crédito.

I. MEDIDAS DE APOYO AL CRÉDITO

La quiebra de la institución financiera estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 causó una «paralización» de los mercados monetarios. De no haber tomado medidas, esta paralización habría imposibilitado la refinanciación de muchos activos bancarios, con el riesgo de que las entidades de crédito llevaran a cabo un despalancamiento masivo y desordenado, con graves consecuencias para la economía real y para la estabilidad de precios. Las Medidas de Apoyo al Crédito del BCE consisten en un conjunto de medidas no convencionales para mejorar las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE. Estas medidas se adoptaron en octubre de 2008 y se complementaron en mayo de 2009. Basándose en la estructura financiera de la zona del euro, se han dirigido directa y fundamentalmente a las entidades de crédito y contribuyen a asegurar un funcionamiento más normal de los mercados monetarios.

Ampliación del vencimiento de la provisión de liquidez

El Eurosistema ya había aumentado el volumen de liquidez facilitado a través de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) tras la decisión del BCE de introducir durante el período de turbulencias financieras operaciones de financiación complementarias con vencimientos a tres y seis meses. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el vencimiento máximo de las OFPML se amplió temporalmente hasta doce meses. Ello intensificó la función intermediadora del Eurosistema, y tenía por objeto aliviar los problemas de financiación del sistema bancario de la zona del euro, especialmente para los vencimientos a largo plazo. Se esperaba que una menor incertidumbre y un horizonte más lejano de planificación de la liquidez animarían a las entidades de crédito a seguir concediendo crédito a la economía. Además, se esperaba que estas medidas contribuyeran a mantener los tipos de interés del mercado monetario en niveles reducidos.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena

Durante la crisis financiera también se adoptó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones de financiación. Así, en contra de la práctica habitual, las instituciones financieras de contrapartida de la zona del euro tuvieron acceso ilimitado a la liquidez del banco central al tipo principal de financiación, siempre que aportaran activos de garantía adecuados.

Acuerdos temporales de provisión de liquidez en divisas (línea *swap*)

El Eurosistema también suministró temporalmente liquidez en divisas y a distintos plazos durante la crisis financiera, sobre todo en dólares estadounidenses. Utilizó acuerdos de divisas recíprocos con la Reserva Federal para proporcionar financiación en dólares a cambio de activos de garantía admisibles por el Eurosistema, a distintos plazos y a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Esta medida supuso un apoyo a las entidades de crédito que, de otro modo, habrían tenido que hacer frente a una reducción significativa de la financiación en dólares durante el período de la crisis financiera.

Exigencias de activos de garantía

La lista de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación del Eurosistema se amplió durante la crisis financiera, lo que permitió que las entidades de crédito hicieran uso de un mayor rango y proporción de sus activos para obtener liquidez del banco central. La potestad de financiar los activos ilíquidos recurriendo al banco central constituye un remedio eficaz para hacer frente a la escasez de liquidez sobrevenida por una súbita paralización de los préstamos en el mercado interbancario. Entre estos activos se incluyen, por ejemplo, los bonos de titulización de activos, que pasaron a ser ilíquidos cuando el mercado se desplomó tras la quiebra de Lehman Brothers.

Programa de adquisiciones de bonos garantizados

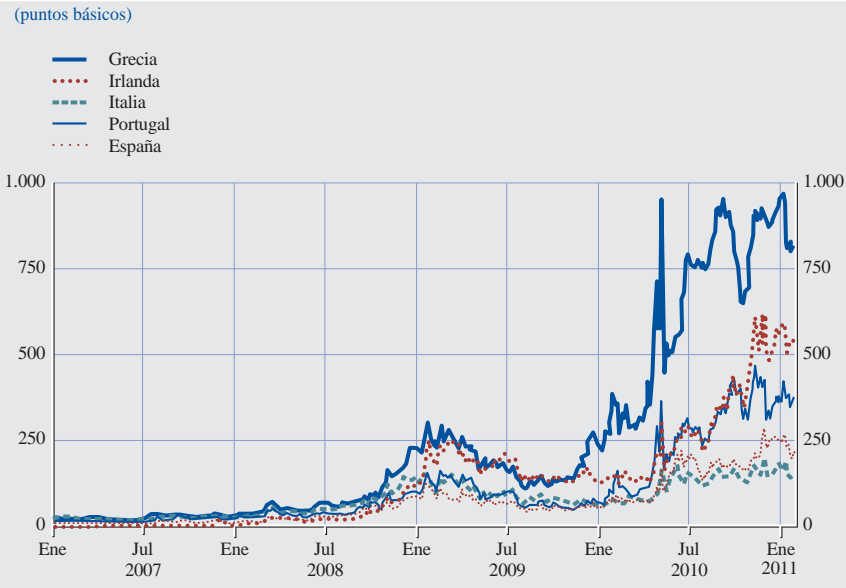
Dentro del ámbito de este programa, el Eurosistema compró bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro por un importe de 60 mm de euros durante el período comprendido entre mayo de 2009 y junio de 2010. El mercado de bonos garantizados se había paralizado prácticamente en lo que se refiere a liquidez, emisión y precios. El objetivo del programa de adquisiciones de bonos garantizados era reactivar el mercado de este tipo de instrumentos, ya que se trata de un mercado financiero muy importante en Europa y una fuente de financiación primordial para las entidades de crédito.

Como resultado de las medidas no convencionales adoptadas durante la crisis financiera, la relación entre el tipo principal de financiación y los tipos de interés del mercado monetario cambió temporalmente. Mientras que en circunstancias normales el tipo eonia sigue muy de cerca los movimientos del tipo principal de financiación, la gran demanda de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito en las operaciones de financiación con adjudicación plena ha dado lugar a que el tipo de interés de la facilidad de depósito pase a desempeñar un papel más importante en la evolución del eonia, como puede observarse en el gráfico 4.2.

2. PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES

El programa para los mercados de valores se introdujo en mayo del 2010 en respuesta a las tensiones observadas en algunos segmentos de los mercados financieros, en particular en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. En el gráfico 5.9 se muestran los importantes aumentos de los diferenciales entre los rendimientos de la

Gráfico 5.9 Diferenciales de la deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro frente al bono alemán



Fuente: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro y el rendimiento del correspondiente bono alemán.

En virtud de este programa, el Eurosistema puede realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro para asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos de los mercados con comportamiento disfuncional y para restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En consonancia con las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, las compras de deuda pública por parte del Eurosistema están limitadas estrictamente a los mercados secundarios. Para asegurar que la situación de liquidez no se vea afectada, todas las adquisiciones son totalmente neutralizadas mediante operaciones de absorción de liquidez.

5.3 EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN 1999

En un entorno difícil caracterizado por perturbaciones económicas y financieras...

Desde la introducción del euro en 1999, la política monetaria única ha tenido que hacer frente a diversas perturbaciones de distinta índole. Durante este tiempo, múltiples e importantes perturbaciones inflacionistas de carácter adverso han golpeado la economía, sobre todo la significativa escalada de los precios del petróleo, las considera-

bles subidas de los precios internacionales de los alimentos y, en lo que se refiere a la esfera interna, los aumentos casi periódicos de los impuestos indirectos y los marcados incrementos de los precios administrados en la mayoría de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, el estallido de la burbuja de la «nueva economía» en 2000-2001, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre de 2001 y las graves tensiones en los mercados financieros a partir de 2007

pusieron de manifiesto la vulnerabilidad de la economía mundial y del sistema financiero internacional.

... el BCE actuó con una perspectiva a medio plazo basada en el análisis monetario...

La política monetaria tuvo que reaccionar ante estas perturbaciones con la orientación a medio plazo apropiada para lograr un sólido anclaje de las expectativas de inflación, en consonancia con la definición de estabilidad de precios del BCE. Esta orientación a medio plazo también supuso que la política monetaria tuvo que mirar más allá de los movimientos de los precios a corto plazo y, en ocasiones, reducir las disfunciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El análisis monetario, en concreto, aseguró dicha orientación a medio plazo en la ejecución de la política monetaria.

... y mantuvo la credibilidad en el cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios

A pesar de una serie de perturbaciones adversas sobre la tasa de inflación y, desde el otoño de 2008, de un período de crisis de una magnitud sin precedentes al menos desde la Gran Depresión de los años treinta, la inflación media anual de la zona del euro, medida por el IAPC, en el período comprendido entre enero de 1999 y principios de 2011 estuvo completamente en línea con el

objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo. Además, desde el principio de 1999, todos los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantuvieron firmemente anclados en consonancia con la estabilidad de precios. Cabe destacar, asimismo, que las expectativas de inflación permanecieron en esos niveles en momentos de presiones inflacionistas tanto al alza como a la baja, lo que indica que la opinión pública y los mercados confiaron en la determinación del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Ello no solo es aplicable a las expectativas de inflación a largo plazo que se derivan de las encuestas realizadas por economistas del sector privado, sino también a las expectativas de inflación a largo plazo implícitas en el precio de los bonos (véase gráfico 5.7). Todas estas son señales positivas de que, desde el principio, el BCE ha sido capaz de forjar su credibilidad y de 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

HISTORIA: LAS TRES FASES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

En junio de 1988, el Consejo Europeo confirmó el objetivo de proceder progresivamente a la realización de una unión económica y constituyó un Comité, presidido por Jacques Delors (entonces presidente de la Comisión Europea), 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 Estados miembros de la Comunidad Europea, Alexandre Lamfalussy (director general del Banco de Pagos Internacionales en aquel entonces), Niels Thygesen (catedrático de Economía de la Universidad de Copenhague), y Miguel Boyer (presidente del Banco Exterior de España). 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 Unión Económica y Monetaria

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 inició también los trabajos preparatorios para 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 este 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 Unión Económica y Monetaria: 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, por lo tanto, 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 los acontecimientos que marcarían el avance en el proceso de transición al euro, y que se basaba en las detalladas propuestas presentadas por el IME. Al mismo tiempo, el IME recibió el encargo de realizar los trabajos preparatorios sobre 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 de una Resolución del Consejo Europeo sobre los principios y elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC II), que se adoptó en junio de 1997.

En diciembre de 1996, el IME presentó asimismo al Consejo Europeo, y posteriormente al público, los diseños seleccionados de las series de billetes en euros 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 que complementaba el Pacto y reforzaba 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) cumplieran 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 sobre 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 bilaterales vigentes de las monedas de los Estados miembros participantes en el MTC para determinar los tipos de conversión irrevocables del 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 en realizar pruebas finales sobre el funcionamiento de diversos sistemas y procedimientos.

Tercera fase de la Unión Económica y Monetaria: 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. Eslovenia se convirtió en el décimo tercer miembro de la zona del euro el 1 de enero de 2007, seguido un año más tarde por Chipre y Malta, por Eslovaquia el 1 de enero de 2009 y por Estonia el 1 de enero de 2011. El mismo día en que cada país se incorporó a la zona del euro, su banco central pasó de modo automático a formar parte del Eurosistema.

GLOSARIO

Activo: recurso controlado por una empresa como resultado de hechos anteriores, del que se espera que la empresa reciba futuros beneficios económicos.

Activo de garantía: activo o compromiso de un tercero que se aporta para asegurar una obligación frente al tomador de dicho activo.

Activos admitidos (activos de garantía admitidos): activos que pueden utilizarse como garantía con el fin de obtener crédito del **Eurosistema**.

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

Administraciones Públicas: sector que, según la definición del **Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)**, incluye las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios que no son de mercado y que se destinan al consumo individual y colectivo y/o a efectuar operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Agregado monetario: 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 IFM no incluidos en la Administración Central. 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**).

Apoyo al crédito: medidas no convencionales adoptadas por el **BCE/Eurosistema** durante la crisis financiera con vistas a reforzar la situación financiera y los flujos de crédito más allá de lo que podría haberse logrado solamente mediante reducciones de los **tipos de interés del BCE**.

Balance consolidado de las IFM: balance que se obtiene excluyendo las posiciones entre las propias IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos 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. 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 **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al Tratado (apartado 3 del artículo 282). 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 **BCN**, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Banco central nacional (BCN): banco central de un **Estado miembro** de la Unión Europea.

Base monetaria: efectivo (billetes y monedas) en circulación más los saldos que las entidades de crédito mantienen para cumplir con el sistema de *reservas mínimas*, incluyendo el exceso de reservas, y los saldos colocados en la facilidad de depósito del Eurosistema. Todas estas partidas son pasivos en el balance del Eurosistema.

Base de reservas: suma de las rúbricas del balance computables (en particular, 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: proceso para obtener financiación mediante la venta de un **activo** (normalmente, un valor de renta fija) y la recompra posterior de ese mismo activo a un precio ligeramente más alto (que refleja el tipo de interés de la operación de financiación).

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 Unión que garantiza la aplicación de las disposiciones del **Tratado**. La Comisión desarrolla las políticas de la UE, propone los actos jurídicos y ejerce sus funciones en áreas específicas. En el ámbito de la política económica, la Comisión elabora las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo, que contienen las **Orientaciones generales de política económica** y las **Directrices de empleo**, e informa al **Consejo de la Unión Europea** (Consejo) 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 (CEF): comité que contribuye a la preparación de los trabajos del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. El apartado 2 del artículo 134 del TFUE contiene una lista de las funciones del CEF, entre las que se incluye efectuar un seguimiento de la situación económica y financiera de los **Estados miembros** y de la UE y contribuir a la vigilancia presupuestaria.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo** (BCE). Está compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados por el **Consejo Europeo**, actuando por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del **Consejo de la Unión Europea**, tras consultar con el **Parlamento Europeo** y con el BCE.

Consejo: véase **Consejo de la Unión Europea**.

Consejo ECOFIN: véase **Consejo de la Unión Europea**.

Consejo Europeo: institución de la UE integrada por los jefes de Estado y de Gobierno de los **Estados miembros** de la UE y, como miembros sin derecho de voto, el presidente de la **Comisión Europea** y el presidente del propio **Consejo Europeo**. Brinda a la UE los impulsos necesarios para su desarrollo y define sus orientaciones y prioridades políticas generales. No ejerce funciones legislativas.

Consejo General del BCE: 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 del BCE: órgano rector supremo del **Banco Central Europeo** (BCE). Está compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los **bancos centrales nacionales** de los **Estados miembros** cuya moneda es el euro.

Consejo de la Unión Europea (Consejo): institución de la UE compuesta por representantes de los Gobiernos de los **Estados miembros** de la UE, normalmente los ministros responsables de los temas que se van a tratar y el Comisario Europeo relevante. La reunión del Consejo en la composición de los ministros de Economía y Hacienda suele denominarse **Consejo ECOFIN**.

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.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el volumen del PIB por persona ocupada).

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 solo incluyera los préstamos.

Criterios de convergencia: los cuatro criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 140 del **TFUE** que deben cumplir los Estados miembros antes de que puedan adoptar el euro, es decir, un nivel de precios estable, unas finanzas públicas sostenibles (el déficit y la deuda están limitados en relación con el PIB), un tipo de cambio estable y tipos de interés a largo plazo también estables.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de valores de renta fija suficientemente homogéneos, pero con vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o rendimientos a dos vencimientos distintos.

Deflación: descenso generalizado, persistente y autoalimentado de una amplia gama de precios, que es consecuencia de una contracción de la demanda agregada y que queda fijado en las expectativas.

Demanda de dinero: relación económica fundamental que representa la demanda de saldos monetarios por parte de **instituciones distintas de IFM**. La demanda de dinero suele expresarse como una función de los precios y de la actividad económica, que sirve de aproximación al nivel de transacciones en la economía y de ciertas variables 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 instrumento similar). También incluye los depósitos no transferibles que son convertibles a petición o al final

del día siguiente. Los depósitos a la vista están incluidos en **M1** (y, por lo tanto, en **M2** y en **M3**).

Derivado: contrato financiero cuyo valor depende del valor de uno o más activos, tipos o índices de referencia subyacentes, de una medida del valor económico o de hechos concretos.

Desempleado: según la definición de la UE, las personas con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años que se hallen: i) sin trabajo durante la semana de referencia; ii) disponibles para trabajar; y iii) buscando empleo de forma activa.

Deuda pública indiciada a la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, en los que los pagos del cupón y del principal están ligados a un índice de precios de consumo concreto.

Directrices de empleo: directrices adoptadas por el **Consejo de la Unión Europea** en virtud del apartado 2 del artículo 148 del **TFUE** con el fin de proporcionar un marco para definir las políticas de empleo de los **Estados miembros** de la UE.

Directrices integradas: directrices adoptadas por el **Consejo de la Unión Europea** (Consejo) para promover el crecimiento y el empleo, y que aúnan las **Orientaciones generales de política económica** y las **Directrices de empleo**.

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 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: billetes y monedas en circulación que se utilizan habitualmente para efectuar pagos. El efectivo en circulación incluido en **M3** es un concepto neto, es decir, se refiere solo a los billetes y monedas en circulación mantenidos fuera del sector **IFM** (lo que implica que se ha deducido el efectivo en poder de las IFM). Además, no incluye el saldo de los billetes almacenados en los bancos centrales (dado que no se han puesto en circulación), ni las monedas conmemorativas (que no están pensadas para efectuar pagos).

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde 1999 para recopilar las previsiones macroeconómicas realizadas por un panel de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE sobre la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): encuesta trimestral sobre las políticas de préstamo que el Eurosistema ha llevado a cabo desde enero de 2003. En ella se efectúan preguntas de carácter cualitativo sobre la evolución de los criterios de aprobación del crédito, las condiciones de los préstamos y la demanda

de crédito tanto de empresas como de hogares a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de crédito: i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o ii) una empresa o cualquier otra persona jurídica que no esté recogida en i), que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

Eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del **euro** a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad financiera: situación en la que el sistema financiero —que se compone de intermediarios financieros, mercados e infraestructuras de mercado— es capaz de resistir perturbaciones y resolver desequilibrios financieros, mitigando con ello la probabilidad de que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para que la asignación del ahorro a oportunidades de inversión beneficiosas se vea significativamente afectada.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estado miembro: país miembro de la Unión Europea.

Estrategia de política monetaria: 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.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés al que una entidad de crédito de primer orden está dispuesta a prestar fondos en **euros** a otra, que se calcula diariamente para los distintos vencimientos hasta doce meses, a partir de los tipos de interés facilitados por un panel de bancos.

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.

Eurogrupo: reunión de carácter informal de los ministros de Economía y Hacienda de los **Estados miembros** de la UE cuya moneda es el euro. Su estatus se reconoce en el artículo 137 del **TFUE** y en el Protocolo nº 14 (sobre el Eurogrupo). **La Comisión Europea** y el **BCE** son invitados regularmente a tomar parte en sus reuniones.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la zona del euro. Comprende el **Banco Central Europeo** y los **bancos centrales nacionales** de los **Estados miembros** de la UE cuyo moneda es el **euro**.

Eurostat: Oficina Estadística de la UE que forma parte de la **Comisión Europea** y es responsable de la producción de las estadísticas de la UE.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reserva durante el período de mantenimiento.

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**. Dichos depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente (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 especificado previamente, a cambio 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 a un día: 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 inferior o igual a 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 de empresarios (es decir, empresarios 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.

IFM: véase instituciones financieras monetarias.

Independencia de los bancos centrales: disposición legal que garantiza que un banco central pueda desempeñar sus funciones y obligaciones sin interferencia política. El artículo 130 del **TFUE** 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): medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por **Eurostat** y armonizada para todos los **Estados miembros** de la UE. El IAPC es la medida de los precios utilizada por el BCE para definir la **estabilidad de precios** en términos cuantitativos.

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**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE) 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 y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por **fondos del mercado monetario**, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

M1: agregado monetario estrecho que comprende el **efectivo en circulación**, y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y en la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y en la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mecanismo de transmisión de la política monetaria: proceso a través del cual las decisiones de política monetaria, es decir, las decisiones de tipos de interés adoptadas por el Consejo de Gobierno en el caso de la **zona del euro**, influyen en la economía en general y en el nivel de precios en particular.

Medidas no convencionales: medidas adoptadas por el BCE para apoyar la transmisión efectiva de las decisiones de tipos de interés a la economía de la zona del euro en su conjunto, en un contexto de mal funcionamiento de algunos segmentos del mercado financiero y del sistema financiero en general.

Mercado bursátil: véase mercado de renta variable.

Mercado de deuda: mercado en el que se emiten y negocian valores de deuda, que han de ser pagados al vencimiento por el emisor.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

Mercado monetario interbancario: mercado de préstamos a corto plazo entre entidades de crédito, que normalmente implica la negociación de fondos con plazos de vencimiento comprendidos entre un día, o incluso menos, y un año.

Mercado de renta fija: en este informe, mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija con vencimientos más largos.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta variable.

Mercados financieros: mercados en los que los agentes con exceso de fondos prestan a los que necesitan financiación.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona. El MTC II constituye un acuerdo multilateral con tipos centrales fijos, aunque ajustables, y un margen normal de fluctuación del ± 15 . Las decisiones relativas a los tipos de cambio centrales y, posiblemente, a los márgenes de fluctuación más estrechos, se adoptan de mutuo acuerdo entre

los **Estados miembros** de la UE interesados, los países de la zona del euro, el **Banco Central Europeo** (BCE) y los demás Estados miembros de la UE participantes en el mecanismo. Todos los participantes en el MTC II, incluido el BCE, están facultados para iniciar un procedimiento confidencial con el fin de modificar los tipos centrales (relineamiento).

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 publicadas con respecto al objetivo de inflación anunciado.

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 un tipo de cambio, habitualmente estable o incluso fijo, frente a otra divisa o grupo de divisas.

Opciones: instrumentos financieros por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender activos específicos (por ejemplo, un bono o una acción) a un precio especificado previamente (el precio de ejercicio) en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento).

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de 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 crédito con vencimiento superior a una semana realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales**. En cuanto a los instrumentos utilizados, las **operaciones temporales** constituyen el principal instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las **operaciones estructurales** pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las **operaciones de ajuste** pueden emplearse operaciones simples, **swaps de divisas** y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de **subasta estándar** de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación simple: operación por la cual se compran o venden **activos** a 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 garantía de activos.

Orientaciones generales de política económica (OGPE): orientaciones adoptadas por el **Consejo de la Unión Europea** en virtud del apartado 2 del artículo 121 del **TFUE** con el fin de proporcionar un marco para definir las políticas económicas de los **Estados miembros** y de la UE.

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasiedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos, procedentes de unidades institucionales que no son **IFM**. En concreto, incluyen sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo (como el arrendamiento financiero), sociedades instrumentales creadas para mantener **activos** titulizados, *holding* financieros, sociedades de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y sociedades y fondos de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en los **Estados miembros** de la UE, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene especificaciones concretas relativas al **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del Consejo

Europeo de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y dos Reglamentos del Consejo: i) el Reglamento (CE) n° 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, modificado por el Reglamento (CE) n° 1055/2005, de 27 de junio de 2005; y ii) el Reglamento (CE) n° 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, modificado por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 de 27 de junio de 2005. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del **Consejo ECOFIN**, titulado «Improving the implementation of the Stability and Growth Pact», que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo de 2005. También lo complementa el código de conducta, titulado «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes», aprobado por el Consejo ECOFIN el 11 de octubre de 2005.

Parlamento Europeo: institución de la UE que actualmente está compuesta por 736 representantes de los ciudadanos de los **Estados miembros** elegidos democráticamente. Cumple una función en el proceso legislativo de la UE, aunque con prerrogativas distintas, dependiendo de los procedimientos seguidos para promulgar la legislación de la UE correspondiente. Por lo que respecta a la política monetaria y el SEBC, el Parlamento Europeo tiene fundamentalmente una función consultiva, aunque el **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** prevé determinados procedimientos para que el BCE rinda cuentas, democráticamente, ante el Parlamento (presentación del Informe Anual, que incluye un debate general sobre política monetaria, y comparecencias ante las comisiones parlamentarias competentes).

Pasivo: obligación presente de la empresa que se deriva de hechos anteriores y cuya liquidación se espera que resulte para la empresa en un flujo de salida de recursos que han aportado beneficios económicos.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión de **Consejo de Gobierno** en la que se efectúa una evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Población activa: suma total de personas ocupadas y desempleadas.

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.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **TFUE** recogida en el artículo 126 y desarrollada en el Protocolo nº 12 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los **Estados miembros** de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse tras la observación de que los requisitos sobre el saldo presupuestario o la deuda públicas no se han cumplido. El artículo 126 se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de procedimiento de déficit excesivo (modificado por el Reglamento (CE) nº 1056/2005 del Consejo, de 27 de junio de 2005), que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Programa para los mercados de valores: programa del BCE destinado a efectuar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro para asegurar la profundidad y la liquidez en algunos segmentos del mercado que presenten disfuncionalidades, con vistas a restablecer un adecuado **mecanismo de transmisión de la política monetaria**.

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 (CEF)** 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 es acorde con una situación presupuestaria próxima al equilibrio o de superávit, que ofrezca un margen de seguridad suficiente para garantizar que se eviten déficits excesivos. Los países que aún no han adoptado el **euro** deberán presentar sus programas de convergencia con periodicidad anual, de conformidad con el **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE: resultados de los ejercicios realizados por los expertos del **Eurosistema** o del **BCE**, 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 126 del **TFUE**, 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 12 (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 126 del **TFUE**, 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 12 (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.

Recorte: medida de control de riesgos aplicada a los **activos** de garantía en función de la cual el valor de esos activos se calcula restando un determinado porcentaje (el «recorte») a su valor de mercado. Los recortes los aplica el tomador de las garantías para protegerse de las pérdidas resultantes de caídas en el valor de mercado de un activo, en caso de que necesite liquidarlo.

Rendición de cuentas: obligación 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.

Reservas mínimas: importe mínimo de reservas que una **entidad de crédito** ha de mantener en un banco central. En el sistema de reservas mínimas del **Eurosistema**, las exigencias de reservas de **una entidad de crédito** se calculan 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.

Riesgo sistémico: riesgo de que la incapacidad de un participante de cumplir sus obligaciones de pago en un sistema dé lugar a que otros participantes tampoco puedan atender las suyas en el momento de su vencimiento, con efectos potenciales de contagio (por ejemplo, considerables problemas de liquidez o de crédito) que ponen en peligro la estabilidad del sistema financiero o la confianza en el mismo. Esta incapacidad de cumplir las obligaciones puede ser causada por problemas operativos o financieros.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo** y por los **bancos centrales nacionales** de todos los **Estados miembros**, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda no es el euro.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos,

definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. El SEC 95 es la versión actual del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SNA 93).

Sociedad no financiera: sociedad o cuasisociedad que no se dedica a la intermediación financiera, sino que su actividad principal es la producción de bienes y 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 por el que desean operar con el 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.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real del **Eurosistema** para el **euro**. El sistema TARGET de primera generación fue reemplazado por **TARGET2** en mayo de 2008.

TARGET2: sistema **TARGET** de segunda generación. El sistema liquida pagos en **euros** en dinero de banco central, y funciona sobre la base de una plataforma compartida única a la que se envían todas las órdenes de pago para su procesamiento.

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 personas ocupadas y desempleadas.

Tasa de inflación implícita: diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el rendimiento de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento (o tan similar como sea posible).

Tasa de paro: el número de desempleados en porcentaje de la población activa.

TFUE: véase **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea**.

Tipo de interés marginal: tipo de interés al que se agota el volumen total que se adjudica en la subasta.

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**).

Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE): media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales, reducido y amplio. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro.

Tipo de cambio efectivo real del euro (TCE): son TCE nominales del euro deflactados por la media ponderada de los precios y costes externos en relación con los internos. Son, por tanto, medidas de competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés a largo plazo: tipos de interés o rendimientos de los activos financieros remunerados con un período de vencimiento relativamente prolongado, para los que se suele utilizar como referencia el rendimiento de la deuda pública a diez años.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son los tipos de las **operaciones principales de financiación**, de la **facilidad marginal de crédito** y de la **facilidad de depósito**.

Tratado: salvo indicación en contrario, todas las referencias en esta publicación al «Tratado» se refieren al **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea**, y las referencias a los números de los artículos corresponden a la numeración vigente desde el 1 de diciembre de 2009.

Tratado de Lisboa: modifica los dos Tratados fundamentales de la UE, el Tratado de la Unión Europea y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. Este último ha pasado a denominarse **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** (TFUE). El Tratado de Lisboa fue firmado en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 y entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE): tras la entrada en vigor del **Tratado de Lisboa** el 1 de diciembre de 2009, el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea pasó a denominarse Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Tratado —conocido como Tratado de Roma y firmado en Roma el 25 de marzo de 1957— entró en vigor el 1 de enero de 1958, estable-

ciéndose así la Comunidad Económica Europea (CEE). El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea fue modificado posteriormente por el Tratado de la Unión Europea (al que se le suele denominar Tratado de Maastricht), que se firmó el 7 de febrero de 1992 y entró en vigor el 1 de noviembre de 1993, creándose con ello la Unión Europea. Más adelante tanto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea como el Tratado de la Unión Europea fueron modificados por el Tratado de Ámsterdam, que se firmó el 2 de octubre de 1997 y entró en vigor el 1 de mayo de 1999, el Tratado de Niza, que se firmó el 26 de febrero de 2001 y entró en vigor el 1 de febrero de 2003, y el Tratado de Lisboa.

Tratados: salvo indicación en contrario, todas las referencias en esta publicación a los «Tratados» se refieren tanto al **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** como al Tratado de la Unión Europea.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única en la zona del euro, así como a la coordinación de las políticas económicas de los **Estados miembros** de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento monetario: la tasa de crecimiento interanual de **M3** que es compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

Valor de referencia para la situación fiscal: el Protocolo nº 12 sobre el **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**, anejo al **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea**, 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**).

Valor distinto de acciones: representa la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras determinadas. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo. 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 formada por los **Estados miembros** de la UE cuya moneda es el euro y en la que se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo (BCE)**. En 2011, la zona del euro está compuesta por Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

BIBLIOGRAFÍA

CAPÍTULO I

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (de 1999 a 2010), *Informe Anual*.

BCE (de 2000 a 2010), *Informe de Convergencia*.

BCE (2006), «Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», *Boletín Mensual*, abril.

BCE (2008), *Boletín Mensual – 10º aniversario del BCE*, edición especial, mayo.

BCE (2008), «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, julio.

BCE (2009), «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», *Boletín Mensual*, julio.

BCE (2010), «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», *Boletín Mensual*, enero.

Otros documentos

Bini Smaghi, L. y D. Gros (2000), *Open Issues in European Central Banking*, Macmillan Press.

Constâncio, V. (2010), «The establishment of the European Systemic Risk Board – challenges and opportunities», intervención en el Eurofi Financial Forum, discurso de apertura de la sesión plenaria sobre «Implementing the de Larosière Agenda», Bruselas, 29 de septiembre de 2010.

Instituto Monetario Europeo (1998), *Informe de Convergencia*, marzo.

Jung, A., P. Moutot y F. P. Mongelli (2010), «How are the Eurosystem's monetary policy decisions prepared?», *Journal of Common Market Studies*, vol. 48(2), pp. 319-346.

Scheller, H. P. (2006), *El Banco Central Europeo: historia, misión y funciones*, segunda edición revisada.

Tumpel-Gugerell, G. (2008), «Ten years of European Monetary Union – what is the role of national central banks today?», intervención en el Oesterreichische Nationalbank's High Level Evening Panel Discussion, Bruselas, 6 de mayo de 2008.

CAPÍTULO 2

Publicaciones oficiales del BCE

BCE (2005), «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», *Boletín Mensual*, abril.

BCE (2005), «La estrategia de Lisboa cinco años después», *Boletín Mensual*, julio.

BCE (2005), «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, agosto.

BCE (2005), «Indicators of financial integration in the euro area», *Technical Report*, septiembre.

BCE (2006), «Políticas presupuestarias y mercados financieros», *Boletín Mensual*, febrero.

- BCE (2006), «La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», *Boletín Mensual*, abril.
- BCE (2006), «El cambio demográfico en la zona del euro: proyecciones y consecuencias», *Boletín Mensual*, octubre.
- BCE (2007), «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», *Boletín Mensual*, febrero.
- BCE (2007), «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», *Boletín Mensual*, abril.
- BCE (2007), «*The euro bonds and derivatives market*», junio.
- BCE (2008), «El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», *Boletín Mensual*, febrero.
- BCE (2008), *Boletín Mensual – 10º aniversario del BCE*, edición especial, mayo.
- BCE (2008), «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, julio.
- BCE (2008), «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, octubre.
- BCE (2009), «Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», *Boletín Mensual*, abril.
- BCE (2009), *Euro money market survey*, septiembre.
- BCE (2010), «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», *Boletín Mensual*, enero.
- BCE (2010), «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, julio.
- BCE (2010), «Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», *Boletín Mensual*, agosto.
- BCE (2010), *Euro money market study*, diciembre.

Otros documentos

- Briotti, M. G. (2005), «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», *Occasional Paper Series*, n.º 38, BCE, octubre.
- Buldorini, L., S. Makrydakis y C. Thimann (2002), «The effective exchange rates of the euro», *Occasional Paper Series*, n.º 2, BCE, febrero.
- Giammarioli, N., C. Nickel, P. Rother y J. P. Vidal (2007), «Assessing fiscal soundness», *Occasional Paper Series*, n.º 56, BCE, marzo.
- Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC (2006), «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», *Occasional Paper Series*, n.º 44, BCE, abril.
- Morris R., H. Ongena y L. Schuknecht (2006), «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», *Occasional Paper Series*, n.º 47, BCE, junio.
- Moutot, P. (ed.), D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, (2007), «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 75, BCE, octubre.
- Stark, J. (2009), «Monetary and fiscal policy: criteria and timing for the phasing out of crisis measures», intervención en el octogésimo Kieler Konjunkturgespräch, Berlín, 15 de septiembre de 2009.

Trichet, J. C. (2009), «European financial integration», intervención en el vigésimo tercero Internationales ZinsFORUM «Zinsen 2009», Fráncfort del Meno, 11 de diciembre de 2008.

Van Riet, A. (ed.) (2010), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, abril.

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), «Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, noviembre.

BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, junio.

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 (2004), «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, octubre.

BCE (2005), «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», *Boletín Mensual*, mayo.

BCE (2005), «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», *Boletín Mensual*, julio.

BCE (2006), «Previsibilidad de la política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, enero.

BCE (2007), «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», *Boletín Mensual*, abril.

BCE (2008), «Estabilidad de precios y crecimiento», *Boletín Mensual*, mayo.

BCE (2008), «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, agosto.

BCE (2009), «Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», *Boletín Mensual*, noviembre.

BCE (2009), «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», *Boletín Mensual*, noviembre.

BCE (2009), *New procedure for constructing Eurosystem and BCE staff projection ranges*, 3 de diciembre de 2009.

BCE (2010), *BCE statistics: a brief overview*, abril.

BCE (2010), «Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, abril.

BCE (2010), «Transmisión de la política monetaria en la zona del euro un decenio después de la introducción del euro», *Boletín Mensual*, mayo.

BCE (2010), «La "Gran Inflación": enseñanzas para la política monetaria», *Boletín Mensual*, mayo.

BCE (2010), «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, octubre.

- BCE (2010), «Cómo mejorar el análisis monetario», *Boletín Mensual*, noviembre.
- BCE (2010), «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, noviembre.

Otros documentos

- Altunbas, Y., L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez (2010), «Does monetary policy affect bank risk-taking?», *Working Paper Series*, n.º 1166, BCE.
- Angeloni, I., A. Kashyap y B. Mojon (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press.
- BCE (2003), A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan y B. Winkler (eds.) (2001), «Why price stability?», Primera Conferencia del BCE sobre Banca Central, junio.
- Beyer, A. y L. Reichlin (eds.) (2006), «The role of money – money and monetary policy in the 21st century», Cuarta Conferencia del BCE sobre Banca Central, noviembre.
- Borio, C. y H. Zhu (2008), Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, *Working Paper Series*, n.º 268, Banco de Pagos Internacionales.
- 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, 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, Christa Randzio-Plath, 13 de diciembre de 2001.
- González Páramo, J. M. (2009), «National Accounts for monetary policy making – reflections on the use of the euro area accounts in the light of the financial crisis», intervención en la Eurostat National Accounts Conference 2009 «Reading the present to prepare the future», Bruselas, 16 de septiembre de 2009.
- Issing, O. (ed.) (2003), *Background studies for the BCE's evaluation of its monetary policy strategy*, noviembre.
- Issing, O. (2005), «Communication, transparency, accountability – monetary policy in the twenty-first century», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 87(2), pp. 65-83.
- Moutot, P. y G. Vitale (2009), «Monetary policy strategy in a global environment», *Occasional Paper Series*, n.º 106, BCE, agosto.
- Papademos, L. (2009), «Financial stability and macro-prudential supervision – objectives, instruments and the role of the BCE», intervención en la Watchers Conference del BCE, Fráncfort del Meno, 4 de septiembre de 2009.
- Papademos, L. y J. Stark (eds.) (2010), *Enhancing the monetary analysis*, BCE.
- Stark, J. (2010), «Enhancing the BCE's monetary analysis – what have we learnt?», intervención en la Watchers Conference del BCE, Fráncfort del Meno, 9 de julio de 2010.
- Trichet, J. C. (2009), «Credible alertness revisited», intervención en el simposio anual organizado por la Reserva Federal de Kansas, Jackson Hole, Wyoming, 22 de agosto de 2009.

Trichet, J. C. (2009), «The BCE's exit strategy», intervención en la Watchers Conference del BCE, Fráncfort del Meno, 4 de septiembre de 2009.

CAPÍTULO 4

Publicaciones oficiales del BCE

- 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 (2005), «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», *Boletín Mensual*, febrero.
- BCE (2008), *Boletín Mensual – 10º aniversario del BCE*, edición especial, mayo.
- BCE (2009), «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», *Boletín Mensual*, julio.
- BCE (2010), «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», *Boletín Mensual*, enero.
- BCE (2010), «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de febrero de y el 11 de mayo de 2010», *Boletín Mensual*, junio.
- BCE (2010), «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, octubre.
- BCE (2011), *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, febrero.

Otros documentos

- Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford University Press.
- Mercier, P. (2009), «The Liquidity Management of the Eurosystem during the Financial Turmoil», *Revue Bancaire et Financière*, vol. 2-3, pp. 96-104.
- Mercier, P. y F. Papadia. (eds.) (2011), *Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press.
- Trichet, J. C. (2010), «The financial crisis and the ECB's response», *Journal of Common Market Studies*, vol. 48, pp. 7-19.

CAPÍTULO 5

Publicaciones oficiales del BCE

Consulte las siguientes fuentes oficiales para obtener información detallada de las decisiones de política monetaria del BCE:

- Comunicados preliminares a las ruedas 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.

- BCE (2008), *Boletín Mensual – 10º aniversario del BCE*, edición especial, mayo.
- BCE (2010), «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», *Boletín Mensual*, enero.
- BCE (2010), «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, octubre.

Otros documentos

- Fondo Monetario Internacional, «Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries», varios números.
- Issing, O. (2000), «The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year», *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), pp. 325-343.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), «Economic Surveys: Euro Area», varios números.
- Trichet, J. C. (2010), «The financial crisis and the ECB's response», *Journal of Common Market Studies*, vol. 48, pp. 7-19.
- Trichet, J. C. (2010), «Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory», discurso inaugural de la sexta Conferencia del BCE sobre Banca Central, Fráncfort del Meno, 18 de noviembre de 2010.

ÍNDICE ALFABÉTICO DE TÉRMINOS

- Activo 11, 27, 40-41, 43-45, 49, 51-53, 55, 60-61, 63-66, 77, 79-82, 84-85, 88-94, 104-108, 115-116, 120-125, 133, 137-138, 145-147, 149, 151, 154-155, 157-158, 160, 166
- Activos admitidos 107, 116, 145
- Activos de garantía 43, 65, 104-108, 116, 125, 138, 145, 151, 158
- Acuerdo sobre tipos de interés futuros (FRA) 145
- Administraciones Públicas 30, 33,-36, 39-42, 47, 84, 145, 147, 149, 156, 158, 161
- Agregado monetario 52-53, 88, 145, 152-153
- Ampliación de la zona del euro 13, 50, 55
- Apoyo al crédito 11
- Balance consolidado de las IFM 51, 145
- Banco Central Europeo (BCE) 7-25, 27-30, 33, 35-39, 41, 43-48, 50-54, 59, 67-70, 72-80, 82-91, 94, 95-100, 102-119, 123-125, 127-137, 139-143, 145-147, 149-153, 156-158, 160-161, 163-168
- Base de reservas 110, 112-113, 146, 158
- Base monetaria 59, 63, 101, 146
- Brecha de producción 146
- Cesión temporal 146, 154-155
- Coefficiente de reservas 110, 112-113, 146, 158
- Comisión Europea 16-17, 22, 30-31, 34-35, 56, 70, 72, 80, 131, 141, 143, 146-147, 151, 157
- Comité Económico y Financiero (CEF) 146, 157
- Comité Ejecutivo del BCE 12, 19, 98, 143, 147
- Consejo ECOFIN 14, 146-147, 156-157
- Consejo Europeo (véase Consejo de la Unión Europea) 16, 19-20, 22, 27, 37, 141-142, 147, 150, 155-156
- Consejo de la Unión Europea (Consejo) 19, 142, 146-147, 149, 155
- Consejo General del BCE 18, 20, 147
- Consejo de Gobierno del BCE 7, 10, 19, 21, 44, 67, 69, 70, 75, 145, 147, 163
- Coste de oportunidad 147
- Costes laborales unitarios 147
- Credibilidad 7, 9, 11, 36, 60, 66, 68, 96, 99, 100, 125, 140
- Crédito 11, 15,-17, 24, 27-28, 36, 40-41, 43-44, 46, 50, 54, 63-68, 79, 80, 88-90, 92-94, 99-103, 105-112, 114-123, 125, 128-129, 131-138, 145-147, 149-158, 160, 165
- Criterios de convergencia 14, 148, 157-158
- Curva de rendimientos 79, 148
- Deflación 9, 60-61, 71-73, 75, 92, 148
- Demanda de dinero 76, 87, 89, 148
- Depósitos a la vista 52-53, 148-149, 152
- Depósitos a plazo 52-53, 116-117, 148, 152, 155
- Depósitos disponibles con preaviso 52-53, 148, 152
- Derivado 15, 40, 44, 45, 54, 76, 82-83, 93, 111, 124, 149, 155
- Desempleado 31, 149, 159
- Directrices de empleo 149, 155
- Directrices integradas 146, 149
- Efectivo en circulación 52-54, 145, 149, 152
- Encuesta a expertos en previsión económica 78, 80, 132, 149
- Encuesta sobre préstamos bancarios 88, 149
- Entidad de contrapartida 107, 149
- Entidad de crédito 50, 105, 146, 150-151, 158
- Estabilidad de precios 7, 9, 11-17, 20, 23-25, 29, 33, 36, 59, 60-63, 66-71, 73-79, 82-85, 87-95, 97-102, 127-128, 130-137, 140-141, 150, 152, 154-155, 161, 165

Estado miembro 25, 33, 36-37, 80, 105-106, 117, 146, 150
 Estrategia de política monetaria 8-12, 59, 67, 69, 75, 85, 91-92, 94-99, 101, 127, 150, 154, 165
 Euro 7- 25, 29-39, 41-57, 67, 69-73, 76-81, 83-84, 86, 90, 95, 97-107, 110-111, 114-115, 120, 123, 125, 127-140, 142-143, 145, 147-153, 156-161, 163-168
 Eurogrupo 14, 150-151
 Eurosistema 7,-8, 11-22, 25, 43, 50-52, 62-63, 69, 70, 77, 80, 83, 98-117, 119-120, 122-123, 125, 127, 131-132, 134, 136-139, 143, 145-146, 149-152, 154-155, 157-159, 165, 167
 Eurostat 30, 32, 38-39, 41, 56, 70-72, 100, 129, 131, 151-152, 166
 Exigencia de reservas 151
 Facilidad de depósito 101, 103, 105, 108, 117-122, 129, 131, 138, 146, 151, 160
 Facilidad marginal de crédito 103, 105, 108, 117-122, 129, 131, 151, 160
 Facilidad permanente 121, 151
 Fondo de pensiones 151
 Fondos del mercado monetario 50,-54, 79, 152-153
 Futuros 40, 44-46, 82, 99, 145, 151, 159
 Grado de apertura 66, 151
 Hogares 7, 34, 39, 41-42, 50, 52, 54, 60-61, 64-65, 79-80, 84, 89, 101, 115, 136, 149, 151-152, 156, 164
 Independencia de los bancos centrales 152
 Indicadores adelantados 90, 152
 Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) 9, 55, 69-72, 79, 81, 86, 100, 129, 130, 140, 150, 152, 165
 Índice medio del tipo del euro a un día (eonía) 45-46, 108-110, 136-138, 150
 Instituciones Financieras Monetarias (IFM) 25-26, 29, 40-42, 46-47, 50-55, 79, 87, 90, 145, 147-149, 152-153, 155-156
 Instituto Monetario Europeo (IME) 20, 76, 141-143, 152, 163
 Inversión 33, 40-41, 49-50, 54-55, 61, 64-65, 79-80, 90, 96, 133, 150-151, 156, 164
 M1 52, 130, 149, 152
 M2 52-53, 148-149, 152-153
 M3 52-54, 86-88, 130, 145, 148-149, 153, 161
 Mecanismo de transmisión 11, 33, 44, 59, 62-64, 66-69, 74, 88, 90-91, 100, 102, 135, 139, 140, 153, 165
 Mecanismo de transmisión de la política monetaria 11, 44, 59, 62-63, 69, 91, 100, 102, 135, 139, 140, 153, 165
 Medidas no convencionales 11, 44, 99, 100, 109, 128, 134-138, 145, 153
 Mercado de deuda soberana 135-136, 138
 Mercado monetario 18, 40, 43-46, 50-54, 59, 63-64, 67-68, 70, 79, 101-104, 108-112, 114-116, 120, 122, 125, 134, 137-138, 151-153, 161, 164
 Mercado monetario interbancario 153
 Mercado de renta fija 46, 48, 153
 Mercado de renta variable 48-49, 153
 Mercados financieros 11, 17-18, 27, 33, 40, 41, 43-44, 46, 54, 77, 79-82, 89, 93, 96-97, 99, 102, 104, 106, 113-114, 125, 127, 131-136, 138-139, 153-154, 163, 165
 Neutralidad del dinero 59, 154
 Objetivo de inflación 74, 76-77, 154
 Objetivo de tipo de cambio 154
 Objetivo monetario 154
 Opciones 44-45, 82, 96, 154
 Operación de ajuste 154
 Operación de cesión temporal 154
 Operación estructural 154
 Operación de financiación a plazo más largo 154
 Operación principal de financiación 129, 131, 155

- Operación simple 155
- Operación temporal 116, 154-155
- Operación de mercado abierto 154-155
- Orientaciones generales de política económica (OGPE) 36, 146, 149, 155
- Otros intermediarios financieros (OIF) 29, 40, 42, 50, 54-55, 155
- Pacto de Estabilidad y Crecimiento 7, 15, 33-34, 37, 80, 142, 155-157, 161, 163-164
- Parlamento Europeo 16, 22, 24-25, 27, 95, 98, 147, 156, 167
- Pasivo 41-43, 51,-53, 79, 101, 110-112, 121, 123, 145-146, 148, 155-156, 158
- Período de mantenimiento 108-113, 115-116, 118-120, 122, 124, 151, 154, 156
- Población activa 30-32, 156, 159
- Préstamos 17, 28, 30, 39, 40-43, 45, 47, 51, 54, 64-67, 79, 80, 87-88, 108-109, 130, 133-134, 138, 145, 147-149, 153, 156-157
- Previsibilidad 96-97
- Prima de riesgo de inflación 60, 157
- Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo 15, 33, 36, 155, 157, 158, 161
- Programa para los Mercados de Valores 99, 122, 128, 136, 138, 157
- Programas de estabilidad 157
- Proyecciones 34, 75, 77, 83-85, 90, 157, 164-165
- Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema 157
- Ratio de déficit 35-36, 157, 161
- Ratio de deuda 35-36, 158, 161
- Recorte 43, 107, 132, 135, 158
- Rendición de cuentas 94-95, 97, 158
- Reservas mínimas 12, 28, 63, 79, 101, 105, 109,-113, 120, 125, 146, 151, 158
- Riesgos para la estabilidad de precios 9, 15, 33, 69, 75-76, 78, 87-92, 97, 127, 134, 150
- Rigideces nominales a la baja 73
- Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) 13-14, 16-17, 19-25, 27, 106, 110, 141-142, 145-146, 156, 158, 164
- Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) 80, 145, 151-152, 158, 159
- Sociedades no financieras 40-42, 46-48, 54, 80, 133, 151, 156
- Subasta estándar 155, 159
- Subasta a tipo de interés fijo 114-115, 138, 159
- Subasta a tipo de interés variable 114, 159
- Swap 44-46, 82, 103, 105, 116-117, 122, 134, 136-138, 155, 159
- Swap de divisas 45-46, 103, 105, 116-117, 122, 155, 159
- TARGET 44, 159
- TARGET2 159
- Tasa de actividad 30-32, 159
- Tasa de paro 30-32, 159
- Tasa de inflación implícita 81, 100, 132, 159
- Tercera fase de la UEM 33, 37, 44, 100, 110, 125, 127-128, 143, 149
- Tipo de cambio central bilateral
- Tipo de interés marginal 160
- Tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor) 43, 45, 136-137, 150
- Tipo mínimo de puja 108, 114-115, 125, 128, 160
- Tipos de cambio efectivos 79, 160
- Tipos de cambio efectivos nominales 160
- Tipos de cambio efectivos reales
- Tipos de interés a largo plazo 14, 148, 160
- Tipos de interés oficiales del BCE 68, 109, 111-112, 128, 130-133, 135, 137, 151, 160
- Transparencia 20, 51, 60, 69, 94, 95-99, 104, 165
- Tratado de Lisboa 7, 9, 13, 19, 160, 161
- Tratado de Maastricht 160

Tratado de Funcionamiento de la
Unión Europea (TFUE) 13-18, 20,
22-23, 27, 33, 36-37, 62, 69, 95,
97, 102, 139, 146, 148, 150, 152,
155-161

Tratado de la Unión Europea (TUE)
13-14, 22-23, 141, 160-161,

Unidad de cuenta europea (ECU) 149

Unión Económica y Monetaria (UEM)
7-8, 11, 15, 20, 22, 33-34, 36-37,
44, 62, 100, 106, 110, 125, 127,
128, 141-143, 149, 152, 161, 163,
164

Unión Europea 9, 13, 19, 22-23, 27,
33, 36-37, 62, 69, 95, 97, 102, 105,
132, 139, 141-142, 146-147,
149-150, 155-156, 159-161,
163-164

Valor distinto de acciones 161

Valor de referencia para el crecimien-
to monetario 145, 161

Valor de referencia para la situación
presupuestaria 36, 155-156

Zona del euro 7,-9, 11-21, 29-39,
41-57, 67, 69-73, 76-81, 83-84, 86,
90, 95, 97-107, 110-111, 114-115,
120, 123, 125, 127, 128, 130-140,
142-143, 145, 147, 149-153, 156-
157, 160-161, 163-165, 167

ISBN 978-92-899-0831-3



9 789289 908313